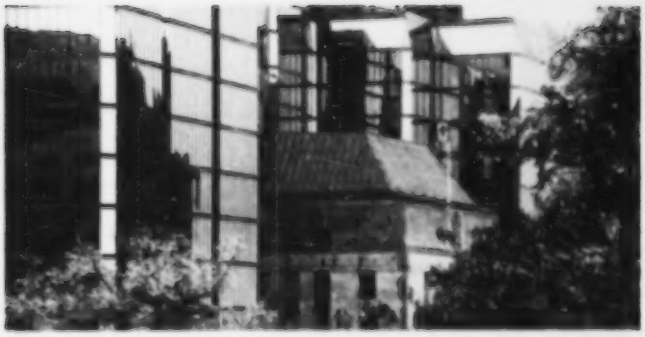
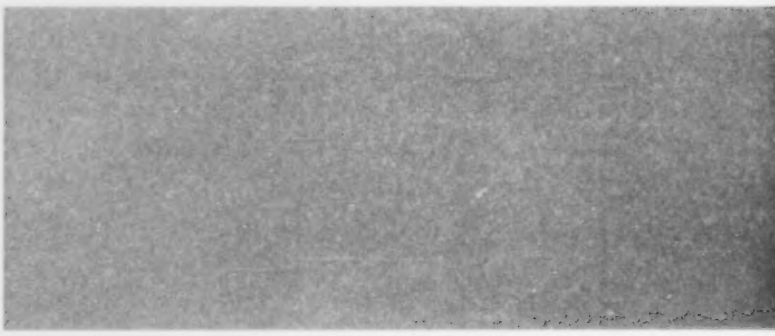
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

October 2009





www.bankofcanada.ca

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

October 2009

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY, AND TIMOTHY LANE.

Recent events were a watershed. A powerful and sustained restructuring of the global economy has begun. Canada is entering this period with many strengths, but the efforts required of us will be historic.

Mark Carney

Governor, Bank of Canada
28 September 2009
Victoria, British Columbia

Contents

1 **Overview**

3 **The Global Economy**

3 Recent Developments

7 Developments in Global Financial Markets

9 Outlook for the Global Economy

13 **The Canadian Economy**

13 Recent Developments

13 Aggregate Demand and Supply

16 Estimated Pressures on Capacity

18 Inflation and the 2 Per Cent Target

19 Canadian Financial Conditions

22 Exchange Rate

22 Policy Response

22 Outlook for the Canadian Economy

22 Aggregate Demand and Supply

25 The Projection for Inflation

27 **Risks to the Outlook**

Technical Boxes

6 Recent Developments in the Natural Gas Sector

16 The Role of the Automotive Sector in the Recession and the Recovery

17 Revisions to Potential Output

Overview

Recent indicators point to the start of a global recovery from a deep, synchronous recession. Global economic and financial developments have been somewhat more favourable than expected at the time of the July *Report*, although significant fragilities remain.

A recovery in economic activity is also under way in Canada. This resumption of growth is supported by monetary and fiscal stimulus, increased household wealth, improving financial conditions, higher commodity prices, and stronger business and consumer confidence. However, heightened volatility and persistent strength in the Canadian dollar are working to slow growth and subdue inflation pressures. The current strength in the dollar is expected, over time, to more than fully offset the favourable developments since July.

Given all of these factors, the Bank now projects that, relative to the July *Report*, the composition of aggregate demand will shift further towards final domestic demand and away from net exports. Growth is expected to be slightly higher in the second half of this year than previously projected but to average slightly lower over the balance of the projection period. The Canadian economy is projected to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011, after contracting by 2.4 per cent this year. This is a somewhat more modest recovery in Canada than the average of previous economic cycles.

The Bank now expects that the output gap will be closed in the third quarter of 2011, one quarter later than it had projected in July. Correspondingly, inflation is also expected to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011, one quarter later than in July's projection.

The risks to the outlook remain elevated, although they have diminished somewhat since the July *Report*, with accumulating evidence of a recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation relate to the possibility of a stronger-than-anticipated recovery in the global economy. A stronger global recovery would be transmitted to Canada via trade, financial, confidence, and commodity-price channels. There is also the risk that Canadian domestic demand could be more robust and have a more sustained momentum than projected.

On the downside, a stronger-than-assumed Canadian dollar, driven by global portfolio movements out of U.S.-dollar assets, could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected if self-sustaining growth in private demand, which will be required for a solid recovery, takes longer than expected to materialize.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 20 October 2009.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 10 September and 20 October, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at its current level of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. In its conduct of monetary policy at low interest rates, the Bank retains considerable flexibility, consistent with the framework outlined in the April *Report*.

The Global Economy

Recent Developments

Recent indicators point to the start of a global recovery, following a deep, synchronous global recession. Economic and financial developments have been somewhat more favourable than expected at the time of the July *Monetary Policy Report*, although significant fragilities remain. Vigorous and coordinated fiscal and monetary policy stimulus in the G-20 economies, including a wide range of measures to support the flow of credit, have been sustaining aggregate demand, but evidence of self-sustaining private demand remains modest. Necessary adjustments on both the real and financial sides of the global economy are under way, and will involve a significant and protracted rotation of global demand, as well as deleveraging by U.S. and European banks, households, and firms.

Recent indicators point to the start of a global recovery, following a deep, synchronous global recession.

Necessary adjustments on both the real and financial sides of the global economy are under way.

Led primarily by Asian economies, the turnaround in global output began in the second quarter, slightly earlier than anticipated. In the euro area and North American economies, real GDP declined further in the second quarter, as expected, although at a much slower pace than in preceding quarters. More recent monthly data suggest that global output picked up in the third quarter, partly reflecting the impact of the temporary fiscal measures that have been adopted in most major economies, as well as a short-term boost to growth from a turn in the inventory cycle **(Chart 1)**.

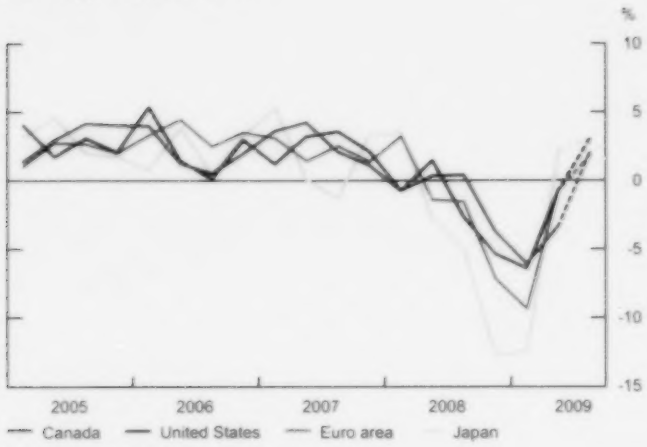
In the United States, annual comprehensive revisions to the national accounts show that, through the first quarter of 2009, the recession was even deeper than previously estimated.[1] However, as expected, real GDP declined at a much slower pace in the second quarter of 2009. Despite sizable fiscal stimulus, final domestic demand continued to fall, with additional reductions in household consumption and further large declines in private fixed investment. De-stocking also continued during the second quarter. More recent indicators, such as an improvement in consumer confidence and a rise in new manufacturing orders, point to a rebound in aggregate real economic activity in the third quarter. However, this rebound appears to be related largely to a turn in the inventory cycle and to the temporary support provided by government stimulus programs. The U.S. government's Car Allowance Rebate System (CARS), which ended in late August, provided a major boost to auto sales and production during the third quarter. At the same time, aided partly by the government's tax credit program for first-time homebuyers, the housing sector appears to have bottomed out, and some firming in house prices is evident.

In the United States, recent indicators point to a rebound in real economic activity.

1 The decline in real GDP through the first quarter of 2009, from its peak in the second quarter of 2008, is now 3.7 per cent, compared with the previously reported 3.1 per cent.

Chart 1: Real GDP growth in the major economies points to the start of a global recovery

Quarterly growth at annual rates



Note: The values for 2009Q3 are estimates.
Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japan Statistics Bureau and Bank of Canada calculations

Real economic activity in major overseas countries was stronger than expected.

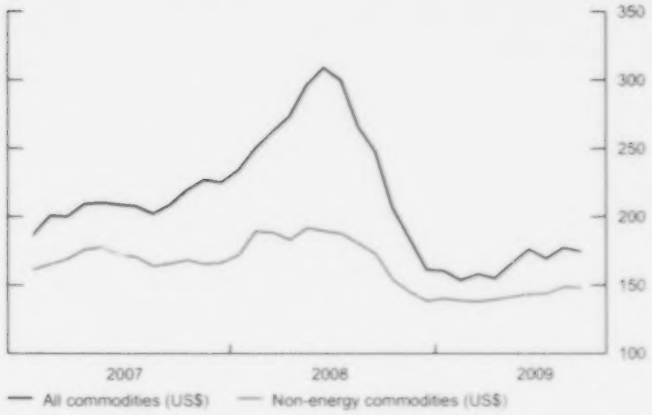
Real economic activity in major overseas countries was stronger than expected, with France, Germany, and Japan all recording positive growth in the second quarter. Growth in the euro area as a whole contracted slightly, but still exceeded expectations. The favourable developments in Europe mainly reflect more robust household spending, buoyed by temporary government incentive programs for car purchases and substantial support from automatic stabilizers. The combination of inventory adjustments that appear to be well advanced, relatively strong data for new orders in the manufacturing sector, more positive surveys for the services sector, and a general improvement in household and business confidence suggests that the euro area economy troughed in the second quarter. Growth in Japan was supported by government cash transfers to low-income households and tax rebates on energy-efficient vehicles and home appliances. A rebound in exports of automobiles and electronics from a very weak level also contributed to stronger real GDP growth.

Economic growth in China in the second quarter was also stronger than anticipated, reflecting the impact of massive fiscal stimulus concentrated in infrastructure projects and incentives for consumer spending. Rapid credit expansion has also fuelled a sharp pickup in consumption and investment. In the rest of the world, following a larger-than-anticipated contraction in the first quarter, available data suggest that growth resumed in the second quarter. There are considerable disparities across regions, however, with emerging economies in Asia rebounding the most strongly, aided by the strength in China and by supportive macroeconomic policies.

Commodity prices have firmed.

World oil prices and, to a lesser extent, non-energy commodity prices (particularly metals) have firmed since their trough in the first quarter, but nonetheless remain well below the levels reached in mid-2008 **(Chart 2)**. A strong increase in demand from China, associated with large, commodity-intensive infrastructure projects and some accumulation for investment purposes, has been a key contributor to the recent rise in commodity prices. The improved outlook for demand and the reduction in financing costs have provided greater incentives for companies to build inventories. These factors, together with supply cuts by OPEC, have also helped boost world oil prices.

Chart 2: Commodity prices have firmed since the first quarter
Bank of Canada commodity price index (1982–90 = 100), monthly data



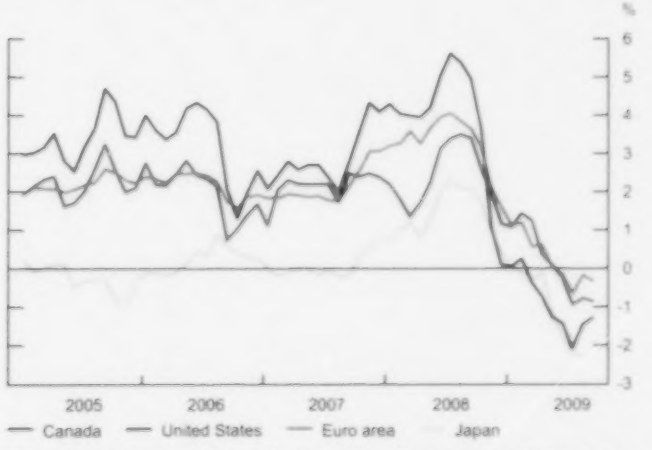
Source: Bank of Canada

In contrast to developments in the oil sector, natural gas prices have remained relatively low because of the considerable excess supply in the North American market, stemming mainly from a shift in U.S. production towards unconventional sources (shale gas) **(Technical Box 1)**.

As expected, total consumer price inflation has fallen sharply around the world since mid-2008, reflecting the sizable decline in oil and other commodity prices through early 2009. Indeed, annual rates of total inflation in most advanced economies are now below zero **(Chart 3)**. The emergence of excess supply has also dampened underlying inflation rates. This downward pressure on core inflation has been mitigated in many economies, however, by the aggressive monetary policy actions taken early in the crisis **(Chart 4)**, which have helped to anchor long-term inflation expectations, and also by price and wage rigidities, particularly in the services sector.

Annual rates of total CPI inflation in most advanced economies are now below zero.

Chart 3: Total CPI has fallen in most advanced economies
Year-over-year percentage change, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Technical Box 1

Recent Developments in the Natural Gas Sector

World prices for many commodities have risen since the start of the year, with the important exception of natural gas. After reaching a high of over US$13/Mbtu in mid-2008, natural gas prices are now hovering near US$4/Mbtu, up slightly from their recent lows. Oil prices, however, have increased substantially in 2009 **(Chart 1-A)**. Since 1980, the ratio of the price of a barrel of crude oil to the price of an Mbtu of natural gas has been approximately 9:1; the current ratio of around 21:1 is exceptionally high.[1] This divergence is explained by the development of shale gas in the United States, which contributed to an 8 per cent rise in U.S. production in 2008 (one of the largest increases since the 1970s). Increased supply, combined with decreased demand resulting from the global economic downturn, has led to record storage levels and persistently low prices in the North American market for natural gas **(Chart 1-B)**.

This is a noteworthy development for the Canadian economy, given the importance of the natural gas sector for Canada's exports. Its contribution to net exports as a proportion of GDP has remained larger than that of crude oil, despite the increase in the ratio of net exports of crude oil to GDP in recent years **(Table 1-A)**. From 1996 to 2005, the natural gas sector's share of Canadian total gross output has more than tripled, increasing from 0.6 per cent to 2 per cent.[2] The sector's share of total Canadian production by 2005 was roughly the same as that of crude oil.

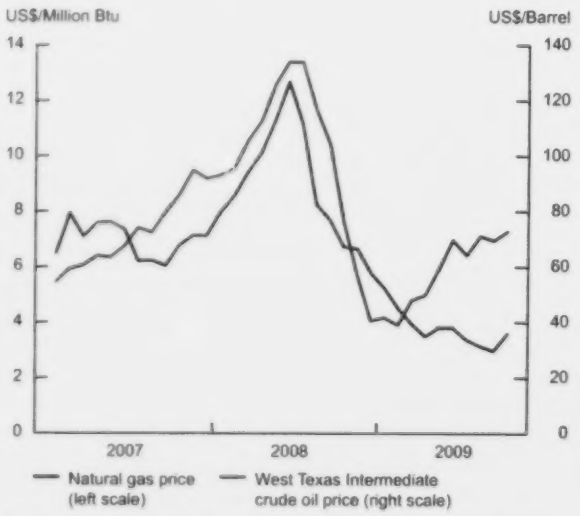
The weaker profile for natural gas prices in recent quarters has reduced drilling activity and will depress investment in this sector for a period of time.

Table 1-A: Canada's net exports of crude oil and natural gas
(As a percentage of GDP)

Sector	1996	2000	2005	2007	2008
Crude oil	0.5	0.5	0.6	1.1	1.7
Natural gas	0.9	1.9	2.6	1.8	2.1

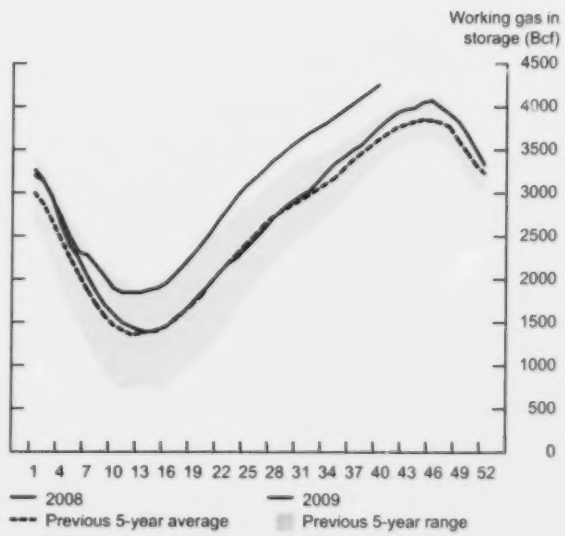
1 The heat-content ratio of oil to natural gas is 6:1.
2 The contributions to gross production are calculated using input-output tables.

Chart 1-A: Natural gas prices are weak compared with crude oil prices . . .
Monthly data



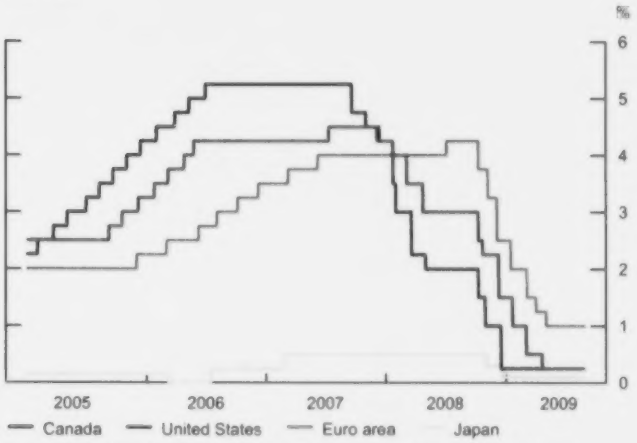
Note: Values for crude oil and natural gas prices in October 2009 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 October 2009.
Source: NYMEX

Chart 1-B: . . . reflecting excess supply in the North American natural gas market
Weekly data



Sources: EIA, Enerdata

Chart 4: Policy rates have remained at historic lows in most countries
Daily data



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets have improved substantially and somewhat more rapidly than anticipated . . . .

Conditions in global financial markets have improved substantially and somewhat more rapidly than anticipated in recent months, consistent with the view that the global recession has bottomed out and that the probability of an extreme negative outcome has receded. These improvements, if sustained, will help repair household and business balance sheets and boost confidence, supporting growth in the real economy.

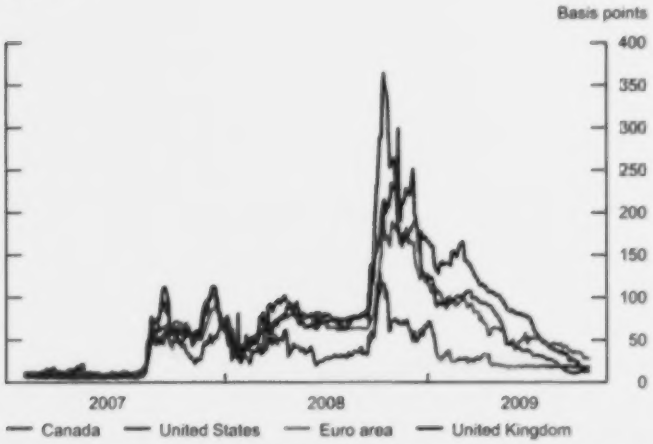
. . . Nevertheless, strains remain in certain markets, and further setbacks are possible.

Nevertheless, strains remain in certain markets, and further setbacks are possible. Although signs of recovery are apparent, securitization markets are still operating at a fraction of their pre-crisis levels and credit conditions at banks are still relatively tight, owing to ongoing deleveraging. While recent increases in asset prices are helping, the deterioration in loan quality associated with the economic downturn is likely to prolong the deleveraging process. Stimulative monetary policies and direct interventions in specific markets have remained an important source of support.

Funding markets for financial institutions have been normalizing, with interest rate levels reaching record lows, and spreads in short-term funding markets falling below pre-Lehman levels **(Chart 5)**. As a result, recourse to central bank facilities has diminished considerably, and a number of central banks have begun to reduce some of their extraordinary liquidity programs. Increasingly, large financial institutions have also been able to access the market for longer-term financing without direct government guarantees.

Financing conditions for businesses have improved as well. For both financial and non-financial issuers, credit spreads are down substantially from their peaks, although they remain elevated relative to their historical averages. With the yields on benchmark government bonds remaining relatively low, overall corporate yields are now well below the levels that prevailed earlier this year **(Chart 6)**. Improved market access has contributed to a record amount of global long-term corporate bond issuance since the beginning of the year. In addition, global equity markets have registered strong gains since the troughs reached in March.

Chart 5: Short-term funding markets have improved greatly
Difference between 3-month interbank offered rates and their respective overnight index swaps[a]
Daily data

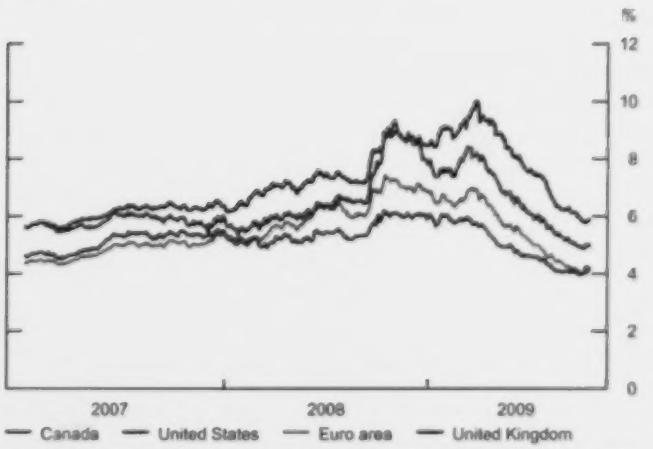


a. For the United States and the United Kingdom, LIBOR; for the Euro area, EURIBOR; and for Canada, CDOR
Source: Bloomberg

Despite these marked improvements in global financial markets, bank lending conditions for households remain relatively tight outside of Canada. Banks in the euro area and the United States continue to restrict access to credit for most types of loans, although surveys of senior loan officers show that the pace of credit tightening is slowing. The combination of tighter credit conditions and depressed demand have halted growth in household credit in the euro area and produced outright contractions in the United States.

While policy interventions have helped to stabilize global financial markets and to improve credit conditions, additional comprehensive and timely actions will be needed to put the recovery on a firm footing and reduce the probability of future crises.

Chart 6: Borrowing costs for businesses have come down markedly[a]
Daily data



a. Yields on investment-grade corporate bonds. Series may not be comparable across countries, owing to differences in the mix of credit ratings and duration in different domestic bond markets.
Sources: Merrill Lynch and Bloomberg

Outlook for the Global Economy

The outlook for global economic growth in the second half of 2009 and through 2010 has strengthened since the July *Report*, particularly for China and smaller emerging economies in Asia. However, considerable uncertainty still surrounds the global outlook. The recovery is expected to be more gradual than usual. This is because underlying private demand in many economies is expected to recover only slowly as significant balance-sheet and structural adjustments run their course. Experience shows that recessions precipitated by financial crises have larger and longer-lasting adverse effects on potential output than do other types of recessions. The significant rotation in global demand that will be required to put growth on a sustainable path will make the adjustment process especially challenging.

The outlook for global economic growth has strengthened since the July Report, *particularly for China and smaller emerging economies in Asia.*

Our estimates suggest that the growth of global production potential will slow from over 4 per cent in the years just prior to the crisis to about 3 per cent during the 2009–11 period. In that context, the Bank now expects the global economy to shrink by 1.6 per cent in 2009, followed by growth of 3.1 per cent in 2010 and 4.0 per cent in 2011 **(Table 1)**.

The Bank expects the global economy to shrink by 1.6 per cent in 2009, followed by growth of 3.1 per cent in 2010 and 4.0 per cent in 2011.

The gradual recovery is underpinned by the same factors highlighted in our previous projections. First, the fiscal and monetary stimulus in place should continue to support domestic demand. Part of this has already come through the effects of lower interest rates and rising asset prices on wealth. Second, a further gradual normalization of financial markets and the completion of deleveraging in the financial sector should result in increased availability of credit to businesses and households. Third, the turn in the inventory cycle and the completion of stock adjustment in the housing sectors of several economies should contribute positively to overall growth.

With the level of world aggregate demand expected to recover only gradually, significant excess capacity in the global economy should persist over the projection horizon, contributing to a subdued inflation profile.

In the United States, the pace of the recovery starting in the third quarter of 2009 is projected to be somewhat faster than in the July *Report*, since some of the ongoing adjustments in the economy appear to be more advanced than previously assumed. Fiscal stimulus, together with a positive boost from inventories, should be key contributors to the recovery. The rebound in consumption expenditures is projected to be more moderate than in previous cycles, however, largely reflecting the need for households to rebuild savings following the sharp decline in their wealth. This adjustment brings the share of

In the United States, ongoing adjustments in the economy appear to be more advanced than previously assumed.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2008	2009	2010	2011
United States	21	0.4 *(1.1)*	-2.5 *(-2.4)*	1.8 *(1.4)*	3.8 *(3.4)*
Euro area	16	0.5 *(0.6)*	-3.9 *(-4.4)*	0.9 *(0.7)*	2.4 *(2.4)*
Japan	7	-0.7 *(-0.7)*	-5.7 *(-6.0)*	1.7 *(1.9)*	2.5 *(2.8)*
China	11	9.1 *(9.1)*	8.1 *(7.8)*	8.9 *(8.3)*	8.9 *(9.6)*
Rest of the world	45	3.9 *(3.9)*	-2.1 *(-2.1)*	3.3 *(1.9)*	3.7 *(3.5)*
World	**100**	**2.9 *(3.0)***	**-1.6 *(-1.7)***	**3.1 *(2.3)***	**4.0 *(3.9)***

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.
Source: IMF, *WEO*, April 2009

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2009 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

U.S. real GDP is expected to decline by 2.5 per cent in 2009, and to grow by 1.8 per cent in 2010 and by 3.8 per cent in 2011.

consumer spending in GDP over the projection horizon closer to its long-run average **(Chart 7)**. Consumption will also be restrained by continued weakness in disposable income as labour market conditions deteriorate further over the coming quarters, and by credit conditions that remain relatively tight. A gradual recovery in residential investment is expected to have begun in the second half of 2009, somewhat earlier than anticipated, because of the impact on home sales of the tax credit for first-time homebuyers and more favourable levels of housing inventory. Overall, U.S. growth is still expected to be muted **(Chart 8)**, with real GDP now expected to decline by 2.5 per cent in 2009, and to grow by 1.8 per cent in 2010 and by 3.8 per cent in 2011.

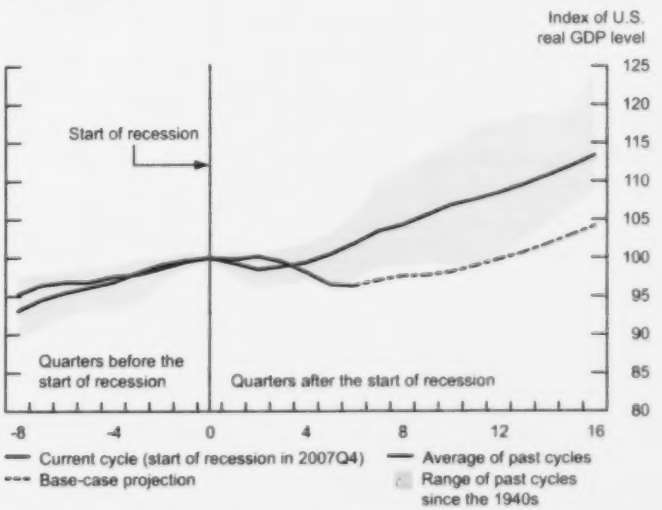
Chart 7: U.S. consumer spending is projected to converge slowly towards its long-run average

Ratio of nominal consumption to GDP, quarterly data

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations

Chart 8: The U.S. economic recovery is expected to be more subdued than in the past

Comparison of U.S. real GDP across business cycles; start of recession = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, NBER (dating of cycles), and Bank of Canada calculations

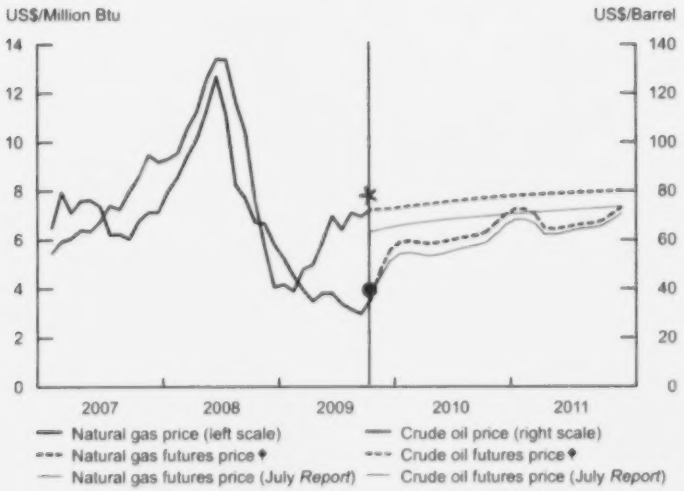
In the euro area, the rebound in the second half of 2009 and in 2010 is also projected to be somewhat stronger than in July, reflecting a larger impact from the fiscal stimulus than previously assumed. The recovery should, nonetheless, be more subdued than in the United States, partly because of less-aggressive policy actions and the greater adjustments still needed in the euro area's banking system. The recovery in household consumption will likely be restrained by the deterioration in labour markets and relatively tight credit conditions. In Japan, the recovery is supported by the completion of the inventory correction and ongoing monetary and fiscal stimulus.

Economic growth in China is expected to remain robust, supported by highly accommodative monetary and fiscal policies. Bank credit has been growing at an extraordinarily rapid rate, creating the possibility of some resource misallocation. Smaller emerging economies in Asia have already started to recover from a sharp downturn in industrial production and exports, and should continue to benefit from a pickup in global trade and the solid expansion in China. Other developing and emerging-market economies are expected to recover gradually over the coming years, aided by a resumption of capital flows and expansionary fiscal and monetary policies. The growing contribution of developing and emerging-market economies to global demand should provide further support to commodity prices **(Chart 9)**. While there may be continued short-term volatility, commodity prices are projected to continue to increase as the global economy recovers in 2010 and 2011.

Economic growth in China is expected to remain robust, supported by highly accommodative monetary and fiscal policies.

Chart 9: Futures curves suggest rising prices for crude oil and natural gas

Monthly data



· Spot price for crude oil (16 October 2009)
• Spot price for natural gas (16 October 2009)
♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 October 2009

Note: Values for crude oil and natural gas prices in October 2009 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 October 2009.
Source: NYMEX

The Canadian Economy

Following three consecutive quarters of sharp contraction, economic growth has resumed in Canada. This recovery is supported by monetary and fiscal stimulus, increased household wealth, improving financial conditions, stronger business and consumer confidence, the beginning of the recovery in the global economy, and a strengthening in the terms of trade. The Bank's base-case projection now sees slightly stronger growth in the second half of 2009 than was projected in the July *Report*. Over the balance of the projection period, growth is slightly lower, reflecting the effect of the higher value of the Canadian dollar. The economy is now projected to return to full capacity in the third quarter of 2011, one quarter later than anticipated in July.

Following three consecutive quarters of sharp contraction, economic growth has resumed in Canada.

Recent Developments

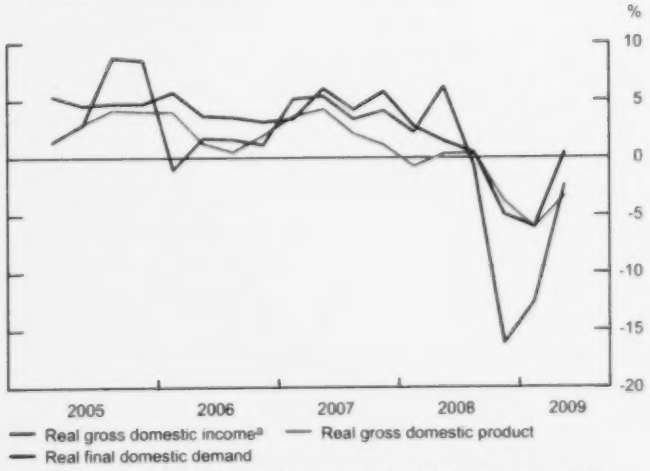
Aggregate Demand and Supply

As expected, the recession in Canada deepened significantly in the second quarter, with real GDP falling by an additional 3.4 per cent (at annual rates), in line with the July projection. Real gross domestic income (GDI) also declined further, but at a much slower pace than in the previous two quarters, owing to a partial rebound in Canada's terms of trade **(Chart 10)**.

As expected, the recession deepened significantly in the second quarter.

Chart 10: Canadian real gross domestic income continued to fall in the second quarter, but by less than real gross domestic product

Quarterly growth at annual rates



a. Real gross domestic income is current-dollar domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

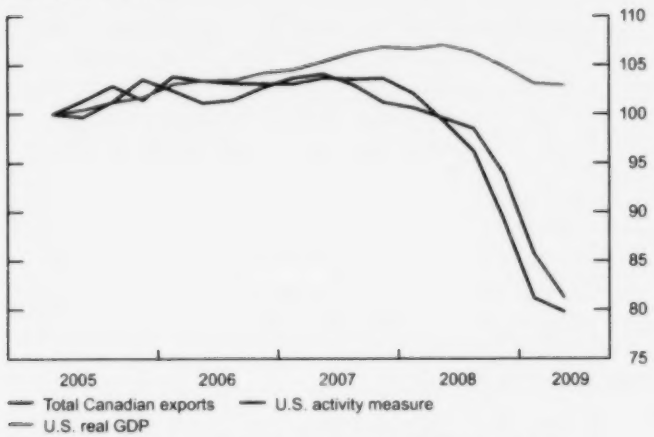
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Exports continued to plunge, while businesses further curtailed employment and fixed investments.

Exports continued to plunge, consistent with the steep drop in U.S. demand **(Chart 11)**, while businesses further curtailed employment and fixed investments. The drop in exports, following an exceptionally large contraction in the first quarter, marks the eighth consecutive quarterly decline. While the weakness was generalized, exports of machinery and equipment and natural gas posted particularly large declines. The sharp fall in business investment reflected uncertainty about the timing and strength of the global recovery, substantial excess capacity, and deteriorating profits. Although firms drew down inventories at a slightly faster pace, sales fell even more rapidly, causing the stock-to-sales ratio to increase further **(Chart 12)**.

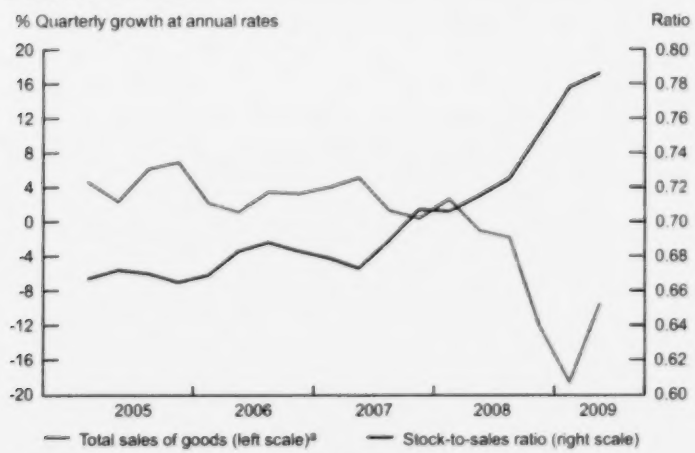
Chart 11: Canadian exports have plunged, largely owing to the weakness in U.S. demand

Index: 2005Q1 = 100



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Chart 12: Falling sales have led to a further increase in the stock-to-sales ratio



a. Total sales of goods is final domestic demand less consumption of services plus exports of goods, all in constant dollars.

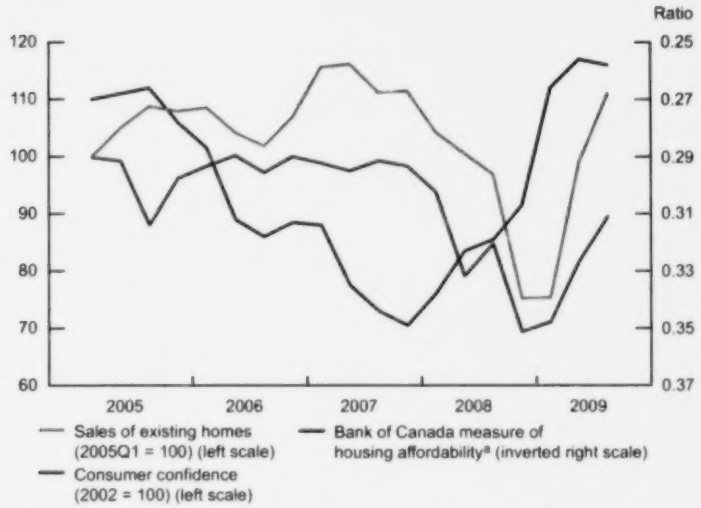
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

In contrast, household spending began to recover in the second quarter in response to substantial monetary and fiscal stimulus and improved consumer confidence. Expenditures on consumer durables and residential investment picked up strongly. In addition to improved affordability, the sharp rebound in sales of existing homes reflected pent-up demand from the height of the financial crisis **(Chart 13)**. Fiscal incentives also helped to fuel renovation activity. Government expenditures were another important source of demand, contributing 1.2 percentage points to growth (at annual rates) in the quarter.

In contrast, household spending began to recover in the second quarter.

Chart 13: Solid growth in the housing sector reflects continued improvements in consumer confidence and favourable affordability

Quarterly data



a. The value for the third quarter of 2009 is an estimate. This measure captures mortgage payments on a typical house purchase as a ratio of average disposable income and does not include property taxes, insurance, and utility costs. A decline in the ratio indicates an improvement in affordability. For more information on this measure, see <http://credit.bankofcanada.ca>.

Sources: Multiple Listing Service (MLS), Conference Board of Canada, and Bank of Canada calculations

Available indicators, including the recent pickup in employment, suggest that real GDP growth resumed in the third quarter. Household spending continued to recover, and the contribution of government expenditures increased. Growth was also boosted by a substantial rise in Canadian automobile production, as major auto companies reopened some of the capacity they had shuttered earlier this year and as inventories that were drawn down as a result of the U.S. CARS program were rebuilt. These factors should lead to a temporary surge in automotive exports **(Technical Box 2)**. Recent data suggest, however, that imports increased even more sharply in the quarter, so that the trade balance continued to subtract from growth. Business investment is also expected to have fallen further, given ongoing uncertainty about the strength of the global recovery. Firms are expected to have continued drawing down inventories, although by a lesser amount than in the second quarter. Coupled with the pickup in sales, these developments should lead to a decline in the stock-to-sales ratio.

Available indicators, including the recent pickup in employment, suggest that real GDP growth resumed in the third quarter.

In the April *Report*, the Bank revised down its estimate of potential output growth over the 2009–11 period, owing to the important structural changes under way in the Canadian economy and the sizable drop in investment. In this *Report*, the Bank has revisited its assumptions for both trend labour productivity and trend labour input, and has concluded that the profile

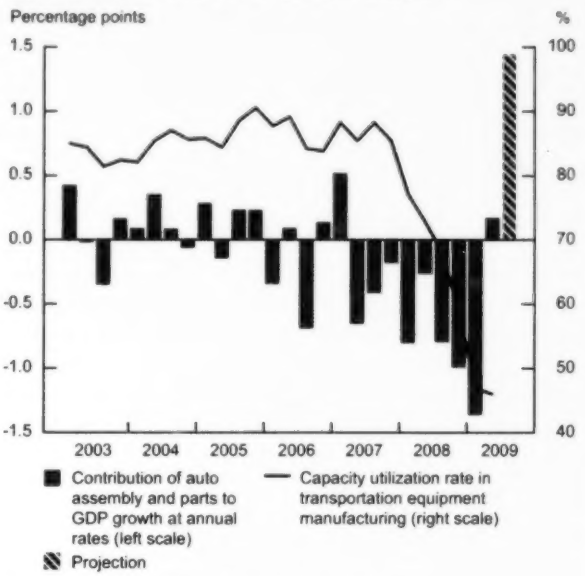
Technical Box 2

The Role of the Automotive Sector in the Recession and the Recovery

The automotive industry is playing a disproportionately large role in the quarterly dynamics of Canadian GDP this year **(Chart 2-A)**.[1] In the first half of 2009, Canadian automotive production plummeted as a result of the restructuring of the North American auto sector and the ongoing decline in motor vehicle sales in the United States. About three-quarters of all vehicles produced in Canada are exported to the United States. Owing to the importance of automotive products in Canadian exports, the latter contracted sharply in the first two quarters of 2009, declining by 30.4 per cent and 19.3 per cent (at annual rates), respectively. The partial resumption of automotive production in the third quarter is expected to provide a large, albeit temporary, boost to growth in both exports and GDP.

Thereafter, Canadian production of motor vehicles and parts is expected to increase gradually. A small econometric model estimated by Bank staff suggests that Canadian motor vehicle production will be roughly 2.2 million units by 2012. Although this represents an 80 per cent increase from the level expected to be achieved in 2009, it is nonetheless well below its pre-crisis average of about 2.6 million units. Indeed, it is expected that motor vehicle sales in the U.S. market will remain low over the next few years, relative to pre-crisis levels, as U.S. households restore their balance sheets.

Chart 2-A: Automotive production is playing an important role in real GDP growth this year



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

1 The automotive industry accounted for about 1.5 per cent of Canadian GDP in 2008.

The growth of potential output is expected to trough at 1.2 per cent in 2009, and then pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011.

assumed in April remains appropriate. The growth of potential output is expected to trough at 1.2 per cent in 2009, and then to gradually pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011 **(Technical Box 3)**. It is important to note that considerable uncertainty surrounds estimates of potential output, especially when the economy is coming out of a deep recession.

Estimated Pressures on Capacity

There continued to be a substantial amount of excess supply in the Canadian economy in the third quarter. The Bank's conventional measure of the output gap was roughly unchanged at -4 per cent **(Chart 14)**. In assessing excess capacity, the Bank considers its conventional measure in conjunction with several other indicators, particularly since this measure tends to have a high margin of error around turning points. The Bank's autumn *Business Outlook Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2009/autumn/bos1009e.pdf>) reported that the percentage of firms that would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand fell to its lowest level since the series began in 1999.

Technical Box 3

Revisions to Potential Output

Each October, the Bank reassesses the path for potential output that underpins its economic outlook. Potential output is the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. It can be thought of as the product of trend labour productivity and trend labour input.

Trend labour productivity is related mainly to the amount of capital per worker and the pace of technological change. The recession has reduced the capital-to-labour ratio, at least over the short term, by reducing investment below its trend and accelerating structural change in the economy. Structural change is a normal feature of any economy, but recessions typically bring some of these changes forward and concentrate them into a shorter time period. In 2008 and in the first half of 2009, many sectors of the economy—most notably the automotive and forestry sectors—underwent significant adjustment. These changes included the permanent removal of some production capital. Much of this capital will eventually be reallocated to other firms, but the process will take time. There will also be adjustment costs as labour is gradually redeployed to other activities. With all of these developments taken into account, as well as the generally poor track record of labour productivity growth over the past several years, the Bank's working hypothesis is that trend labour productivity will decline by 0.2 per cent this year and then rise by 0.2 per cent in 2010 and by 0.9 per cent in 2011 **(Table 3-A)**.

The growth rate of trend labour input is expected to decrease gradually over the next few years, largely reflecting a decline in the growth rate of the working-age population. Trend average hours worked are expected to be broadly stable, while the trend employment ratio is expected to fall only slightly. Taken together, this implies a growth rate of trend labour input of 1.4 per cent in 2009, 1.3 per cent in 2010, and 1.0 per cent in 2011. The expected growth rates for trend labour input are about 0.1 percentage point higher in 2009 and 2010 than assumed in the October 2008 *Report*. This small upward revision reflects two factors: The working-age population has expanded a little more quickly in the past year than anticipated, and the wealth destruction from the financial crisis is expected to boost labour supply slightly over 2009–10. Since both of these effects are assumed to be temporary, the growth rate of trend labour input is slightly slower in 2011 than projected in October 2008.

These profiles for the growth of trend labour productivity and trend labour input imply growth rates for potential output growth of 1.2 per cent in 2009, 1.5 per cent in 2010, and 1.9 per cent in 2011.[1] This path for potential output is the same as in the April *Report*.

Beyond 2011, the impact of restructuring is expected to diminish, helping to boost the growth of total factor productivity. This, combined with a pickup in capital deepening as investment growth strengthens, will raise trend labour productivity growth to 1.2 per cent by 2012, its longer-run average. By contrast, the growth of labour input is expected to slow as the effects of an aging population begin to weigh more heavily. As a result, potential output is assumed to grow by 1.9 per cent in 2012.

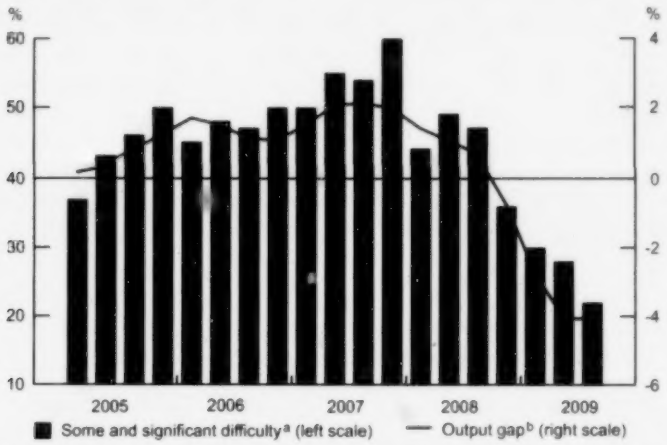
Table 3-A: Assumptions for the growth of potential output

	2009	2010	2011	2012
Potential output:	**1.2** *(2.4)*	**1.5** *(2.5)*	**1.9** *(2.5)*	**1.9**
Trend labour input	1.4 *(1.25)*	1.3 *(1.25)*	1.0 *(1.25)*	0.7
Trend labour productivity	-0.2 *(1.1)*	0.2 *(1.2)*	0.9 *(1.2)*	1.2
Memo item:				
Potential output: April 2009	1.2	1.5	1.9	

Note: Figures in parentheses correspond to the October 2008 scenario.

1 The estimate for 2009 takes into account the various indicators of current capacity pressures.

Chart 14: A substantial degree of excess supply remains in the Canadian economy



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the third quarter of 2009 is based on a projected increase in output of 2 per cent (at annual rates) for the quarter.
Source: Bank of Canada

Recent indicators suggest that the labour market may have stopped deteriorating, consistent with excess supply reaching its peak level. Employment and average hours worked have picked up in recent months, and the unemployment rate edged back down to 8.4 per cent in September. Weakness in the private sector labour market is nonetheless evident in the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, in which the percentage of firms reporting labour shortages remained largely unchanged at a very low level. As well, wage growth—as measured by average hourly earnings of permanent workers—has recently decelerated.

The Bank judges that the economy was operating about 3 1/2 per cent below its production capacity in the third quarter.

After reviewing all the indicators of capacity pressures and taking into account the weakness in potential output associated with the ongoing restructuring in the Canadian economy, the Bank judges that the economy was operating about 3 1/2 per cent below its production capacity in the third quarter of 2009, in line with the July projection.

Inflation and the 2 Per Cent Target

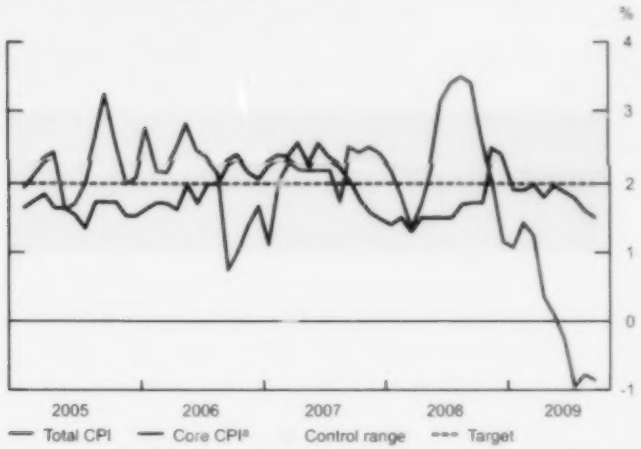
Total CPI inflation troughed at -0.9 per cent in the third quarter. Core inflation fell to 1.5 per cent in September.

Total CPI inflation continued to decline in the third quarter of 2009, as anticipated in the July *Report*. The 12-month rate of change in total CPI troughed at -0.9 per cent in the quarter, as a result of large year-over-year declines in energy prices **(Chart 15)**. Core inflation fell from 1.9 per cent in June to 1.5 per cent in September, owing to the substantial excess supply in the economy and the continued deceleration in core food price inflation.

Measures of inflation expectations have been stable in recent months. Near-term inflation expectations remain at very low levels, in line with past movements in energy prices. The latest Consensus Economics forecasts for 2010 and beyond remain close to the 2 per cent inflation target. The Bank's most recent *Business Outlook Survey* also showed that inflation expectations are concentrated within the Bank's inflation-control target range.

Chart 15: Total CPI inflation has troughed, and core inflation has declined

Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Canadian Financial Conditions

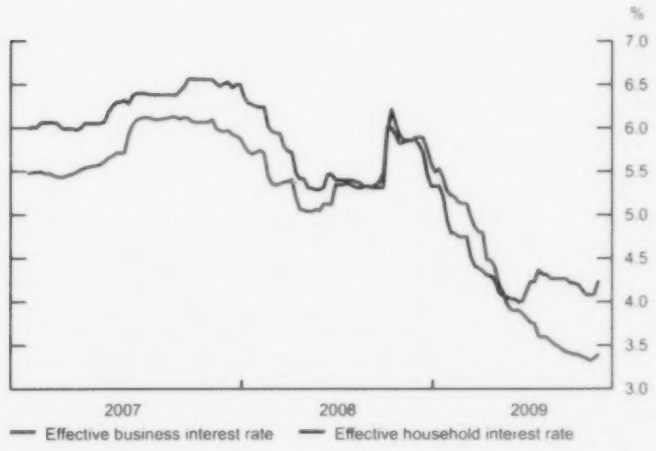
Canada's overall financial conditions continue to improve and to be more favourable than those in most other advanced economies. This improvement has been fairly broad based, as equity markets have continued to rally, credit spreads have narrowed further, and corporate bond issuance has remained strong.

Canada's overall financial conditions continue to improve and to be more favourable than those in most other advanced economies.

In particular, funding costs for Canadian banks remain at very low levels. Household borrowing costs are also very low by historical standards **(Chart 16** and **Table 2)**. Unlike the situation in most other advanced economies, Canadian consumers can readily obtain credit, as evidenced by

Chart 16: Borrowing costs for Canadian households and businesses remain very low

Weekly data



Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>

Source: Bank of Canada calculations

Table 2: Borrowing costs for households and businesses

Per cent

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated effective variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	3-month bankers' acceptances	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 October 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
6 December 2007	4.25	6.00	5.40	7.37	4.70	5.36
24 January 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 April 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 October 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
11 December 2008	1.50	3.50	4.50	6.73	1.77	6.04
22 January 2009	1.00	3.00	3.80	5.90	1.06	5.90
5 March 2009	0.50	2.50	3.30	5.74	0.69	5.86
23 April 2009	0.25	2.25	3.00	5.25	0.46	5.32
8 June 2009	0.25	2.25	2.85	5.52	0.43	4.83
23 July 2009	0.25	2.25	2.65	5.85	0.44	4.54
14 September 2009	0.25	2.25	2.45	5.50	0.43	4.08
16 October 2009	0.25	2.25	2.25	5.84	0.43	4.17

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg; all other series, Bank of Canada

the continued brisk pace in its growth **(Chart 17)**. The strength in household credit is linked to the rebound in the housing market and the pickup in renovation activity.

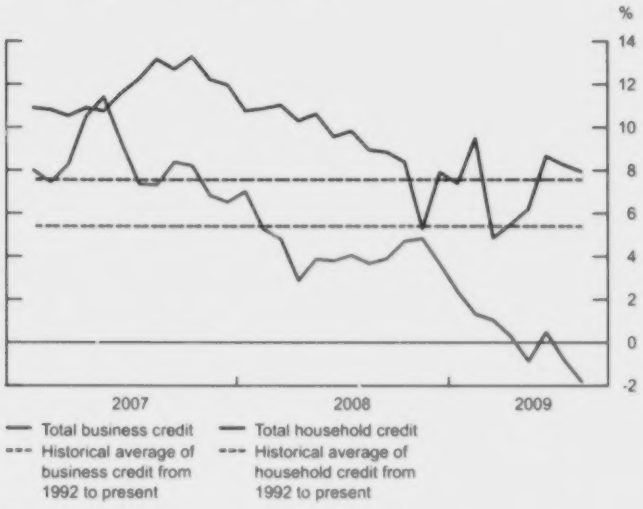
In contrast to household credit, business credit has been very weak recently, registering a modest decline in the three months to August. This sluggishness in business credit mainly reflects the weak outlook for business investment, although the availability of credit has likely also played a role. For larger corporations, the situation has improved over the past few months, as indicated, for instance, by the strong issuance activity in the Canadian corporate bond market. Borrowing costs for Canadian businesses have fallen further in recent months. The effective average interest rate on business borrowing has declined by about 15 basis points since the July *Report*, mainly as a result of the drop in corporate bond rates. Taken together, results from the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (SLOS) (<http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos2009Q3.pdf>) and the *Business Outlook Survey* indicate that credit conditions for businesses were little changed in the third quarter, following a period of substantial tightening **(Chart 18)**.

The Bank's financial conditions index (FCI) has continued to improve since the July *Report* and is now well above its 10-year average. The level of the FCI reflects the exceptionally low level of the Bank's policy rate, which is offsetting spreads on corporate bonds that are still above the average for the decade, despite their recent compression. It is worth noting that because the exchange rate enters the FCI with a lag, it is not yet capturing the appreciation of the Canadian dollar since the spring. As well, the FCI assigns a very low weight to the SLOS measure of overall business-lending conditions. For these reasons, the Bank judges that the FCI currently overstates the improvement in financial conditions.

The monetary aggregates have continued to grow strongly. In the three months to August, the narrow aggregate M1+ grew at an annual rate of

Chart 17: The growth of household credit remains robust, while business credit continues to weaken

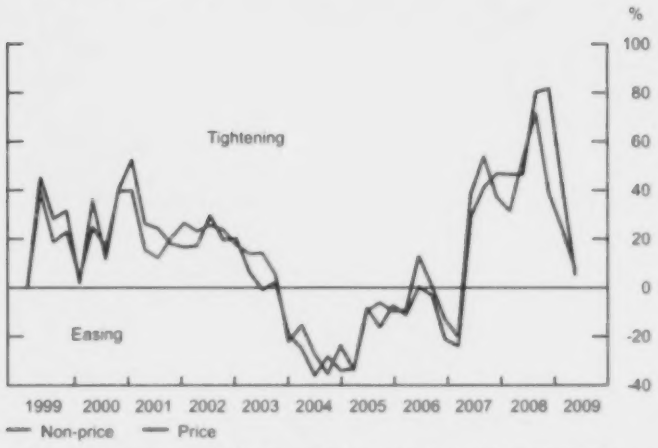
3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Chart 18: After a period of substantial tightening, credit conditions for businesses were little changed in the third quarter

Price and non-price lending conditions: Balance of opinion from *Senior Loan Officer Survey*[a]



a. The balance of opinion is calculated as the weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

Note: Each series is the simple average of the balances of opinion for the small business, commercial, and corporate sectors.

Source: Bank of Canada

18.2 per cent, while M2++ grew by 7.0 per cent. It is difficult to assess the implications of monetary expansion for economic activity, since the demand for money is likely to be abnormally high in an environment of very low interest rates and tight credit conditions. The continued robust growth in narrow money reflects the desire of both households and firms to keep money in liquid assets until it is clear that the economic recovery is taking hold. Consistent with our base-case projection, the growth in money balances is expected to gradually decline over time.

Exchange Rate

The Canadian dollar has appreciated sharply since the July Report.

The Canadian dollar remained relatively stable from July to early October, trading in a range of 90 to 94 cents U.S. More recently, however, it has appreciated sharply, averaging about 96 cents U.S. in the past 10 days, much higher than the 87 cents U.S. assumed at the time of the July *Report* **(Chart 19)**. While higher commodity prices have been supportive, movements in the Canadian dollar over the period appear to have been increasingly driven by a broader depreciation of the U.S. dollar against most major currencies.

Chart 19: The Canadian dollar has appreciated sharply since the July *Report*

Daily data

Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar
Source: Bank of Canada

Policy Response

Monetary policy in Canada has continued to be exceptionally stimulative. On 10 September and 20 October, the Bank of Canada maintained its target for the overnight interest rate at 1/4 per cent—the effective lower bound for this rate—and reaffirmed its commitment, conditional on the inflation outlook, to hold the policy rate at that level until the end of the second quarter of 2010.

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 96 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and global credit conditions continuing to gradually improve.

Aggregate Demand and Supply

Overall, the outlook for Canadian GDP growth is similar to that presented in the July *Report* **(Table 3)**. The Bank now projects that growth will be slightly stronger in the second half of 2009 than expected in July **(Chart 20)**. In part, this more favourable near-term outlook reflects temporary factors, such as the rebound in auto production and pent-up demand for housing. On an average annual basis, the economy is projected to contract by 2.4 per cent

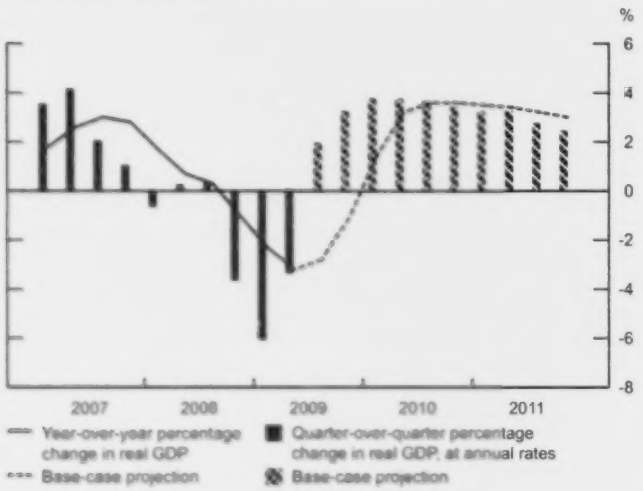
Table 3: Contributions to average annual real GDP growth

Percentage points[a]

	2008	2009	2010	2011
Consumption	1.7 *(1.7)*	0.0 *(-0.2)*	1.7 *(1.3)*	1.9 *(1.4)*
Housing	0.2 *(-0.2)*	-0.5 *(-0.6)*	0.3 *(0.1)*	0.1 *(0.2)*
Government	1.2 *(1.1)*	1.0 *(1.0)*	1.3 *(1.3)*	-0.3 *(-0.4)*
Business fixed investment	0.0 *(0.0)*	-1.9 *(-1.6)*	0.1 *(0.1)*	0.9 *(0.9)*
Subtotal: Final domestic demand	2.7 *(2.6)*	-1.4 *(-1.4)*	3.4 *(2.8)*	2.6 *(2.1)*
Exports	-1.5 *(-1.6)*	-4.4 *(-5.3)*	1.9 *(2.0)*	1.9 *(2.4)*
Imports	-0.3 *(-0.3)*	4.6 *(5.7)*	-2.9 *(-2.8)*	-2.0 *(-2.3)*
Subtotal: Net exports	-1.8 *(-1.9)*	0.2 *(0.4)*	-1.0 *(-0.8)*	-0.1 *(0.1)*
Inventories	-0.5 *(-0.3)*	-1.2 *(-1.3)*	0.6 *(1.0)*	0.8 *(1.3)*
GDP	**0.4** *(0.4)*	**-2.4** *(-2.3)*	**3.0** *(3.0)*	**3.3** *(3.5)*
Memo items:				
Potential output	1.7 *(1.7)*	1.2 *(1.1)*	1.5 *(1.5)*	1.9 *(1.9)*
Real gross domestic income (GDI)	2.0 *(2.0)*	-5.6 *(-5.9)*	4.4 *(3.9)*	4.0 *(4.4)*

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report*.

Chart 20: Real GDP growth is expected to rebound in the second half of 2009



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

this year and to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011, slightly weaker than expected in July.[2]

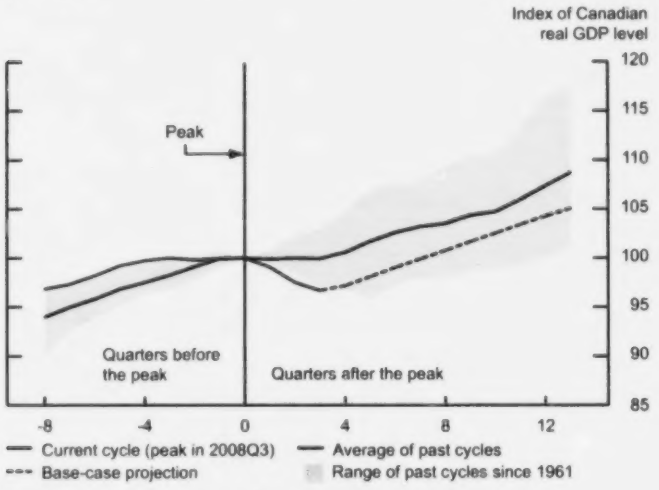
The recovery of the Canadian economy is expected to be supported by a number of domestic factors—notably, the substantial amount of monetary and fiscal stimulus, the recent increase in household wealth, and our well-functioning financial system. It also hinges on the resumption of growth in the global economy and the associated firming of commodity prices, which will provide support to both domestic demand and exports. However, the high value of the Canadian dollar will act as a drag on demand for Canadian

The economy is projected to contract by 2.4 per cent this year and to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011.

2 The annual growth rate projected for 2009 is slightly lower than in July, owing to downward revisions in real GDP data for the first quarter, which more than offset the slightly stronger growth projected for the second half of the year.

Chart 21: The recovery in Canada should be more modest than in previous cycles

Comparison of Canadian real GDP across business cycles; peak of cycle = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

products. Overall, the recovery in Canada is projected to be somewhat more modest than the average of previous cycles **(Chart 21)**.

Consumer spending is expected to grow at a solid pace throughout the projection horizon. In the near term, improvements in wealth and in consumer confidence, as well as the re-emergence of demand postponed from previous quarters, will help to fuel spending. As these effects diminish, growth in consumer spending should be supported by the recovery in the growth of labour income. Growth in housing investment is projected to be brisk until early 2010, and then to slow down as the effects of temporary factors—such as pent-up demand and the home renovation tax credit—subside and affordability declines. In the wake of a short, severe recession, and with residual economic uncertainty, the personal savings rate remains elevated over the projection horizon.

Business fixed investment is projected to recover in early 2010, following five quarters of contraction. As in past cycles, growth in business investment is expected to lag the recovery, given the large amount of unused capacity, and then to rebound strongly once the recovery is well under way. The gradual improvement in financial conditions and economic activity, as well as higher commodity prices, should help to boost business spending. In light of recent information, firms are now expected to draw down their inventories at a slower pace than in July.

As detailed in the July *Report*, Canadian exporters should benefit disproportionately from the U.S. recovery in 2010–11, since the projected growth in the Bank's U.S. activity index is considerably higher than that in U.S. real GDP over this period.[3] The higher Canadian dollar will, however, dampen the expansion of exports. Import volumes are projected to increase at a solid pace, in line with the recovery in the domestic economy, the rebound in exports, and the past appreciation of the Canadian dollar.

3 See Technical Box 2 in the July *Report* for more information on the U.S. activity index used at the Bank of Canada.

As growth in the Canadian economy resumes, excess supply will gradually be absorbed, and the economy is expected to reach its production capacity in the third quarter of 2011.

The Projection for Inflation

Inflation pressures in Canada are expected to be slightly more subdued, compared with the July *Report,* with inflation returning to the Bank's target one quarter later than anticipated in July.

Inflation pressures in Canada are expected to be slightly more subdued compared with the July Report.

The core rate of inflation is projected to decline, reaching a trough of 1.4 per cent in the fourth quarter of 2009, owing to the substantial excess supply that has emerged in the economy, together with a noticeable deceleration in the growth of core food prices **(Table 4)**. With excess supply gradually absorbed, and with inflation expectations well anchored, the core rate is projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011 **(Chart 22)**.

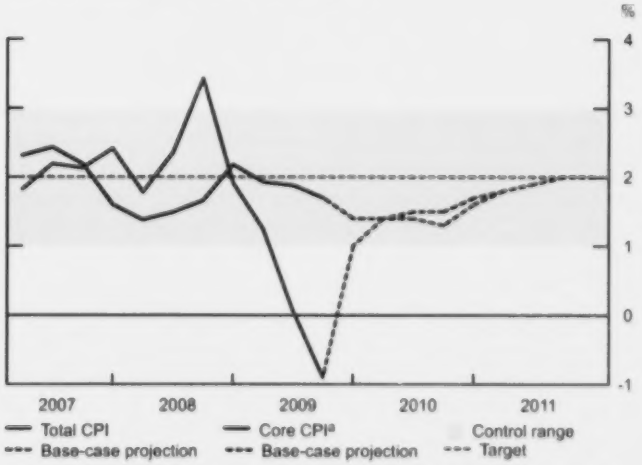
Table 4: Summary of the base-case projection[a]

	2008	2009				2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 *(-3.7)*	-6.1 *(-5.4)*	-3.4 *(-3.5)*	2.0 *(1.3)*	3.3 *(3.0)*	3.8 *(4.0)*	3.8 *(4.0)*	3.7 *(3.8)*	3.5 *(3.8)*	3.3 *(3.8)*	3.3 *(3.3)*	2.8 *(2.8)*	2.5 *(2.8)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 *(-1.0)*	-2.3 *(-2.1)*	-3.2 *(-3.1)*	-2.8 *(-2.9)*	-1.1 *(-1.2)*	1.4 *(1.2)*	3.2 *(3.1)*	3.6 *(3.7)*	3.6 *(3.9)*	3.5 *(3.8)*	3.4 *(3.7)*	3.2 *(3.4)*	3.0 *(3.2)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 *(2.2)*	2.0 *(2.0)*	1.9 *(1.9)*	1.7 *(1.6)*	1.4 *(1.4)*	1.4 *(1.4)*	1.5 *(1.6)*	1.5 *(1.6)*	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.9)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 *(2.0)*	1.2 *(1.2)*	0.1 *(0.1)*	-0.9 *(-0.7)*	1.0 *(1.2)*	1.4 *(1.4)*	1.4 *(1.4)*	1.3 *(1.3)*	1.6 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
WTI[b] (level)	58 *(58)*	43 *(43)*	60 *(60)*	68 *(62)*	73 *(64)*	75 *(67)*	76 *(68)*	77 *(69)*	78 *(70)*	79 *(71)*	80 *(72)*	80 *(73)*	81 *(74)*

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report*
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 October 2009.

Chart 22: Total CPI and core inflation in Canada are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Both core and total CPI inflation are expected to return to the Bank's 2 per cent target in the third quarter of 2011.

As noted earlier, total CPI inflation has fallen much more rapidly than the core rate, to -0.9 per cent in the third quarter of 2009, reflecting large year-over-year drops in energy prices. With the base-year effects for gasoline prices dropping out of the data, this is expected to be the trough for total CPI inflation, which should quickly rise to 1.0 per cent in the fourth quarter. In line with developments in the core inflation rate, total CPI inflation is also expected to return to the Bank's 2 per cent target in the third quarter of 2011.[4]

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 23** and **Chart 24** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core and total CPI inflation from the fourth quarter of 2009 to the end of 2011.[5] In particular, they show the slight downward tilt to the confidence bands that results from monetary policy operating at the effective lower bound.

Chart 23: Projection for core CPI inflation
Year-over-year percentage change

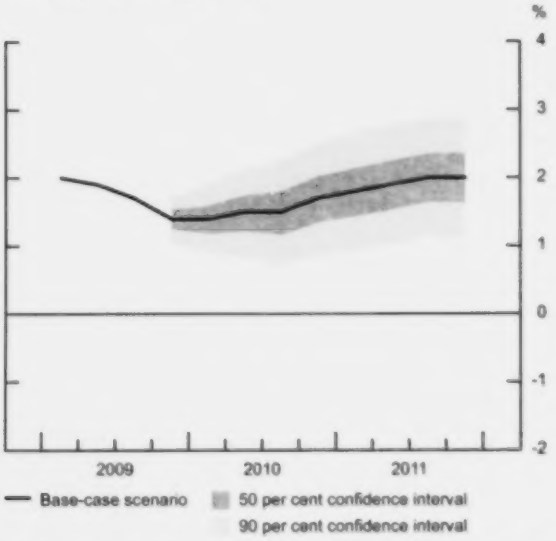
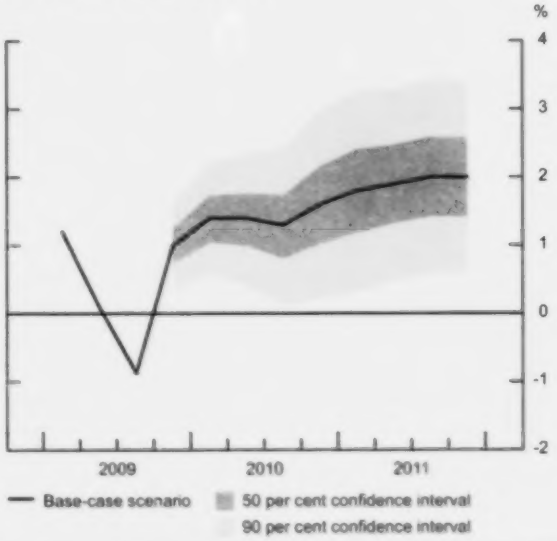


Chart 24: Projection for total CPI inflation
Year-over-year percentage change



4 This projection does not incorporate the impact of the harmonized sales tax that will be introduced in Ontario and British Columbia in July 2010.

5 Technical details on the construction of the fan charts are available at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/backgrounder_fancharts.pdf>.

Risks to the Outlook

The risks to the outlook remain elevated, although they have diminished somewhat since the July *Report*, with accumulating evidence of a recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation relate to the possibility of a stronger-than-anticipated recovery in the global economy. The recovery is projected to be more subdued than usual, since complex processes of deleveraging and real adjustment are yet to be completed in the aftermath of the financial crisis. It is possible, however, that the global recovery will be more vigorous than expected—in view of the extraordinary degree of monetary and fiscal stimulus in most advanced countries and in line with the historical tendency for a steeper downturn to be followed by a steeper recovery. A stronger global recovery would be transmitted to Canada via trade, financial, confidence, and commodity-price channels. There is also the risk that Canadian domestic demand could be more robust and have a more sustained momentum than projected. In particular, Canadian households may increase their spending on consumption and residential investment more strongly than projected as the recovery takes hold. Both globally and in Canada, wealth effects stemming from sustained improvements in financial conditions may add increased impetus to the recovery.

On the downside, a stronger-than-assumed Canadian dollar, driven by global portfolio movements out of U.S.-dollar assets, could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk to the inflation outlook is that the global recovery could be even more protracted than projected. Up to this point, the recovery has been supported by aggressive monetary and fiscal stimulus across all G-20 countries. Self-sustaining growth in private demand, which will be required for a solid recovery, may take longer than expected to materialize.

While the Bank judges that these underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the overall risks to the inflation projection are tilted slightly to the downside as a result of monetary policy operating at the effective lower bound. The reason for this tilt is that the Bank could respond with conventional monetary tightening in the event that upside risks materialized. In contrast, if downside risks materialized, the Bank would have to implement unconventional policies, for which greater prudence would be warranted.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook. Current account imbalances have been attenuated during the recession, as U.S. households have curtailed their spending, while in China, the stimulus package has boosted domestic demand. However, in the absence of policies to bring about a sustained rotation of global demand, these imbalances may widen again with the recovery, carrying the risk of disorderly adjustments.

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <http://www.bankofcanada.ca>.

Monetary Policy Report *(quarterly: January, April, July, and October)*
Financial System Review *(June/December)*
Bank of Canada Review *(quarterly; see website for subscription information)*
Business Outlook Survey *(quarterly: January, April, July, and October)**
Senior Loan Officer Survey *(quarterly: January, April, July, and October)**
Speeches and Statements by the Governor
Bank of Canada Banking and Financial Statistics *(monthly)**
Weekly Financial Statistics *(published each Friday)**
Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information
Annual Report
A History of the Canadian Dollar James Powell *(available at Can$8 plus GST and PST, where applicable)*

Bank of Canada Publications Catalogue, 2008
A collection of short abstracts of articles and research papers published in 2008. Includes a listing of work by Bank economists published in outside journals and proceedings.

Conference Proceedings
Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers
Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Single copies may be obtained without charge. Technical Reports dating back to 1994 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion papers for 2007–2009 are available on the Bank's website.

* Only available on the Bank's website.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July, and October. Copies of the *Report* and the Summary may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca; website: <www.bankofcanada.ca>

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

October 2009

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on information received up to 20 October 2009.

Recent indicators point to the start of a global recovery from a deep, synchronous recession. Global economic and financial developments have been somewhat more favourable than expected at the time of the July *Report*, although significant fragilities remain.

A recovery in economic activity is also under way in Canada. This resumption of growth is supported by monetary and fiscal stimulus, increased household wealth, improving financial conditions, higher commodity prices, and stronger business and consumer confidence. However, heightened volatility and persistent strength in the Canadian dollar are working to slow growth and subdue inflation pressures. The current strength in the dollar is expected, over time, to more than fully offset the favourable developments since July.

Given all of these factors, the Bank now projects that, relative to the July *Report*, the composition of aggregate demand will shift further towards final domestic demand and away from net exports. Growth is expected to be slightly higher in the second half of this year than previously projected but to average slightly lower over the balance of the projection period. The Canadian economy is projected to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011, after contracting by 2.4 per cent this year. This is a somewhat more modest recovery in Canada than the average of previous economic cycles.

Highlights

- Recent indicators point to the start of a global economic recovery, although significant fragilities remain.
- A recovery in economic activity is also under way in Canada, although the current strength in the Canadian dollar is expected, over time, to more than fully offset the favourable developments since July.
- The Canadian economy is projected to contract by 2.4 per cent this year and to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011.
- Inflation is expected to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011, one quarter later than was projected in July.
- The Bank maintained its policy rate at 1/4 per cent and reaffirmed its conditional commitment to hold its current policy rate until the end of the second quarter of 2010.
- As a consequence of conducting monetary policy at the effective lower bound, the Bank judges that the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

www.bankofcanada.ca

The Bank now expects that the output gap will be closed in the third quarter of 2011, one quarter later than it had projected in July. Correspondingly, inflation is also expected to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011, one quarter later than in July's projection.

The risks to the outlook remain elevated, although they have diminished somewhat since the July *Report*, with accumulating evidence of a recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation relate to the possibility of a stronger-than-anticipated recovery in the global economy. A stronger global recovery would be transmitted to Canada via trade, financial, confidence, and commodity-price channels. There is also the risk that Canadian domestic demand could be more robust and have a more sustained momentum than projected.

On the downside, a stronger-than-assumed Canadian dollar, driven by global portfolio movements out of U.S.-dollar assets, could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected if self-sustaining growth in private demand, which will be required for a solid recovery, takes longer than expected to materialize.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2008	2009	2010	2011
United States	21	0.4 *(1.1)*	-2.5 *(-2.4)*	1.8 *(1.4)*	3.8 *(3.4)*
Euro area	16	0.5 *(0.6)*	-3.9 *(-4.4)*	0.9 *(0.7)*	2.4 *(2.4)*
Japan	7	-0.7 *(-0.7)*	-5.7 *(-6.0)*	1.7 *(1.9)*	2.5 *(2.8)*
China	11	9.1 *(9.1)*	8.1 *(7.8)*	8.9 *(8.3)*	8.9 *(9.6)*
Rest of the world	45	3.9 *(3.9)*	-2.1 *(-2.1)*	3.3 *(1.9)*	3.7 *(3.5)*
World	**100**	**2.9 *(3.0)***	**-1.6 *(-1.7)***	**3.1 *(2.3)***	**4.0 *(3.9)***

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.
Source: IMF, *WEO*, April 2009
b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2009 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection[a]

	2008	2009				2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 *(-3.7)*	-6.1 *(-5.4)*	-3.4 *(-3.5)*	2.0 *(1.3)*	3.3 *(3.0)*	3.8 *(4.0)*	3.8 *(4.0)*	3.7 *(3.8)*	3.5 *(3.8)*	3.3 *(3.8)*	3.3 *(3.3)*	2.8 *(2.8)*	2.5 *(2.8)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 *(-1.0)*	-2.3 *(-2.1)*	-3.2 *(-3.1)*	-2.8 *(-2.9)*	-1.1 *(-1.2)*	1.4 *(1.2)*	3.2 *(3.1)*	3.6 *(3.7)*	3.6 *(3.9)*	3.5 *(3.8)*	3.4 *(3.7)*	3.2 *(3.4)*	3.0 *(3.2)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 *(2.2)*	2.0 *(2.0)*	1.9 *(1.9)*	1.7 *(1.6)*	1.4 *(1.4)*	1.4 *(1.4)*	1.5 *(1.6)*	1.5 *(1.6)*	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.9)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 *(2.0)*	1.2 *(1.2)*	0.1 *(0.1)*	-0.9 *(-0.7)*	1.0 *(1.2)*	1.4 *(1.4)*	1.4 *(1.4)*	1.3 *(1.3)*	1.6 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
WTI[b] (level)	58 *(58)*	43 *(43)*	60 *(60)*	68 *(62)*	73 *(64)*	75 *(67)*	76 *(68)*	77 *(69)*	78 *(70)*	79 *(71)*	80 *(72)*	80 *(73)*	81 *(74)*

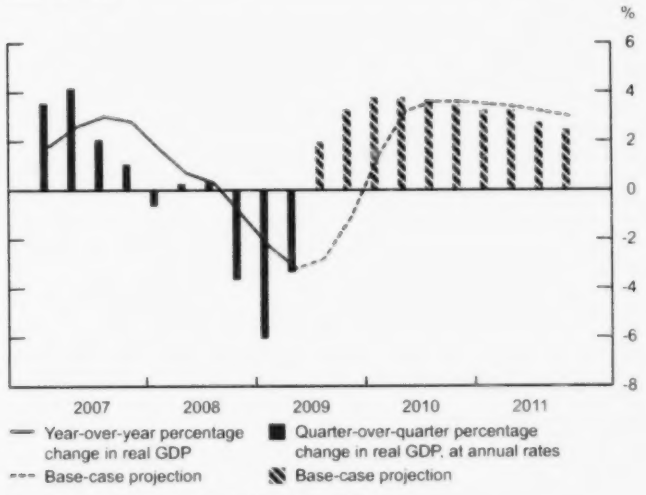
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report*.
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 October 2009.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 10 September and 20 October, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at its current level of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. In its conduct of monetary policy at low interest rates, the Bank retains considerable flexibility, consistent with the framework outlined in the April *Report*.

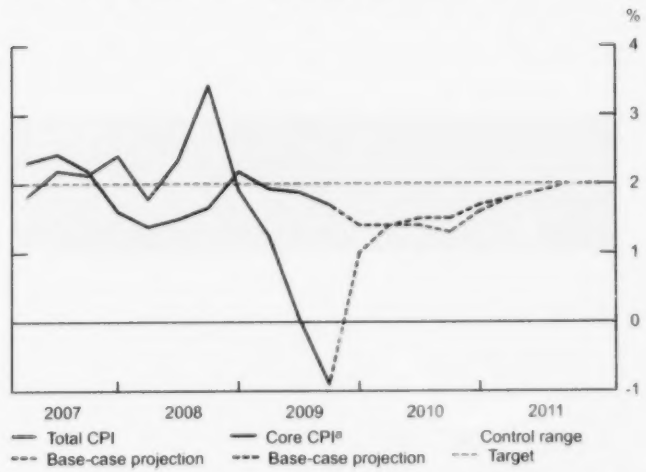
Real GDP growth is expected to rebound in the second half of 2009



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Total CPI and core inflation in Canada are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <http://www.bankofcanada.ca>.

Monetary Policy Report *(quarterly: January, April, July, and October)*
Financial System Review *(June/December)*
Bank of Canada Review *(quarterly; see website for subscription information)*
Business Outlook Survey *(quarterly: January, April, July, and October)**
Senior Loan Officer Survey *(quarterly: January, April, July, and October)**
Speeches and Statements by the Governor
Bank of Canada Banking and Financial Statistics *(monthly)**
Weekly Financial Statistics *(published each Friday)**
Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information
Annual Report
A History of the Canadian Dollar James Powell *(available at Can$8 plus GST and PST, where applicable)*

Bank of Canada Publications Catalogue, 2008
A collection of short abstracts of articles and research papers published in 2008. Includes a listing of work by Bank economists published in outside journals and proceedings.

Conference Proceedings
Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers
Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Single copies may be obtained without charge. Technical Reports dating back to 1994 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion papers for 2007–2009 are available on the Bank's website.

* Only available on the Bank's website

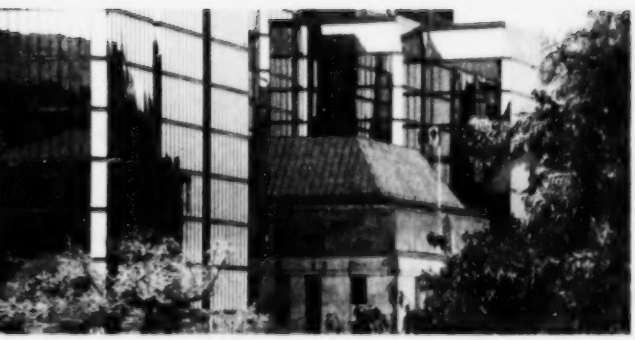
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July, and October. Copies of the *Report* and the Summary may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca; website: <www.bankofcanada.ca>

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2009



www.banqueducanada.ca

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

---

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2009

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA, COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH, JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE

Les récents événements ont marqué un tournant décisif. Une restructuration massive et soutenue de l'économie mondiale s'est amorcée. Le Canada entame cette période muni de nombreux atouts, mais les efforts qu'il nous faudra consentir seront sans précédent.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
28 septembre 2009
Victoria (Colombie-Britannique)

Table des matières

1 **Vue d'ensemble**

3 **L'économie mondiale**

3 L'évolution récente

7 L'évolution des marchés financiers mondiaux

9 Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

13 **L'économie canadienne**

13 L'évolution récente

13 L'offre et la demande globales

17 L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

19 L'inflation et la cible de 2 %

20 Les conditions financières au Canada

22 Le taux de change

23 Les mesures d'intervention

23 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

23 L'offre et la demande globales

26 La projection en matière d'inflation

29 **Les risques entourant les perspectives**

Notes techniques

6 L'évolution récente du secteur du gaz naturel

16 Le rôle du secteur automobile dans la récession et la reprise

18 Révisions touchant la production potentielle

Vue d'ensemble

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée. L'évolution économique et financière mondiale a été un peu plus favorable qu'on ne l'entrevoyait dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, quoique des vulnérabilités importantes subsistent.

Le Canada a lui aussi renoué avec la croissance économique. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. Toutefois, la volatilité accrue et la vigueur persistante du dollar canadien ont pour effet de ralentir la croissance et de contenir les pressions inflationnistes. La Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.

À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à présent à ce que, par rapport à ce qui était escompté en juillet, la composition de la demande globale continue à se modifier, la demande intérieure finale gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Elle prévoit qu'au second semestre de 2009, le taux de croissance sera un peu plus élevé qu'anticipé précédemment mais que, durant le reste de la période de projection, il sera légèrement inférieur en moyenne. L'économie canadienne devrait progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011, après s'être contractée de 2,4 % cette année. C'est donc dire que la reprise au Canada devrait être un peu plus modeste que celle observée en moyenne lors des cycles précédents.

La Banque entrevoit maintenant que l'écart de production se sera résorbé au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'elle ne l'estimait en juillet. De même, elle s'attend à ce que l'inflation regagne la cible de 2 % au cours de la même période, soit également un trimestre plus tard qu'elle ne l'escomptait en juillet.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, bien qu'ils aient diminué quelque peu depuis la publication du *Rapport* de juillet, les signes d'une reprise économique s'accumulant à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. Une reprise mondiale plus forte se propagerait à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers, de la confiance et des prix des produits de base. Il y a en outre le risque que la demande intérieure au Canada soit plus robuste et affiche un dynamisme plus soutenu que projeté.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 20 octobre 2009.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions *à la baisse supplémentaires* sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé si la croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, prend plus de temps que prévu à se matérialiser.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 10 septembre et le 20 octobre, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport* d'avril.

L'économie mondiale

L'évolution récente

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée d'envergure internationale. L'évolution économique et financière a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoyait dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, mais des vulnérabilités importantes subsistent. Les politiques énergiques et coordonnées de relance budgétaire et monétaire qui ont été mises en œuvre dans les pays du G20, notamment une vaste gamme de mesures visant à faciliter les flux de crédit, ont soutenu la demande globale, mais les signes d'une demande privée qui s'alimenterait d'elle-même ne sont toujours pas nombreux. Les ajustements nécessaires dans les sphères réelle et financière de l'économie mondiale sont en cours, et ils entraîneront un déplacement notable et prolongé de la demande à l'échelle du globe ainsi que la réduction du levier financier des banques, des ménages et des entreprises aux États-Unis et en Europe.

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée d'envergure internationale.

Les ajustements nécessaires dans les sphères réelle et financière de l'économie mondiale sont en cours.

Alimenté principalement par les économies asiatiques, le redressement de la production internationale s'est amorcé au deuxième trimestre, soit un peu plus tôt qu'escompté. Dans les économies de la zone euro et de l'Amérique du Nord, le PIB réel a poursuivi sa baisse au cours de la même période, comme on s'y attendait, bien qu'à un rythme beaucoup plus lent qu'aux trimestres précédents. Des données mensuelles plus récentes indiquent que la production mondiale a repris de la vigueur au troisième trimestre, en partie sous l'effet des mesures budgétaires temporaires qui ont été adoptées dans la plupart des grandes économies et de l'impulsion à court terme fournie à la croissance par une inversion du cycle des stocks **(Graphique 1)**.

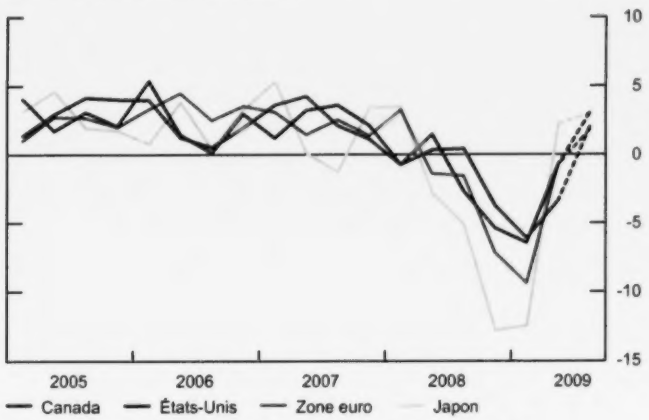
Aux États-Unis, des révisions annuelles exhaustives des comptes nationaux montrent qu'au premier trimestre de 2009 la récession a été encore plus profonde qu'on ne l'avait estimé précédemment[1]. Toutefois, comme prévu, le PIB réel a reculé beaucoup plus lentement au deuxième trimestre. Malgré d'importantes mesures de relance budgétaire, la demande intérieure finale a poursuivi sa chute, parallèlement à la consommation des ménages et aux investissements fixes du secteur privé, chute qui dans ce dernier cas a été notable. La liquidation des stocks a aussi continué au deuxième trimestre. Des indicateurs plus récents, tels qu'un regain de confiance chez les consommateurs et une hausse des nouvelles commandes dans le secteur de la fabrication, témoignent d'un redressement de l'activité économique réelle globale au troisième trimestre. Toutefois, cette évolution semble liée en grande partie à une inversion du cycle des stocks et au soutien temporaire

Aux États-Unis, des indicateurs récents témoignent d'un redressement de l'activité économique réelle.

1 La baisse du PIB réel, entre le sommet qu'il a atteint au deuxième trimestre de 2008 et la fin du premier trimestre de 2009, est maintenant estimée à 3,7 %, par rapport au taux de 3,1 % avancé antérieurement.

Graphique 1 : La croissance du PIB réel des grandes économies laisse entrevoir l'amorce d'une reprise à l'échelle mondiale

Taux de croissance trimestriel annualisé



Nota : Les valeurs indiquées pour le troisième trimestre de 2009 sont des estimations.
Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et estimations de la Banque du Canada

fourni par les programmes de relance mis en œuvre par le gouvernement. Le programme américain de prime à la casse, qui s'est terminé à la fin d'août, a fortement stimulé les ventes et la production d'automobiles au troisième trimestre. Dans le même temps, aidé en partie par le programme gouvernemental de crédit d'impôt destiné aux acheteurs de première maison, le secteur du logement semble avoir touché son creux, et on observe un certain raffermissement des prix des maisons.

L'activité économique réelle dans les principaux pays d'outre-mer a été plus vigoureuse que prévu.

L'activité économique réelle dans les principaux pays d'outre-mer a été plus vigoureuse que prévu, la France, l'Allemagne et le Japon ayant tous enregistré une croissance positive au deuxième trimestre. La croissance dans l'ensemble des économies de la zone euro a ralenti légèrement, mais a néanmoins dépassé les prévisions. Cette évolution favorable en Europe tient surtout à la vigueur accrue des dépenses des ménages, dopées par les programmes gouvernementaux provisoires d'incitation à l'achat de voitures et le soutien de taille fourni par les stabilisateurs automatiques. Le processus d'ajustement des stocks, qui semble bien avancé, conjugué aux données relativement robustes sur les nouvelles commandes dans le secteur de la fabrication, aux résultats d'enquête plus positifs concernant le secteur des services et à une amélioration générale de la confiance des ménages et des entreprises, donne à penser que les économies de la zone euro ont atteint un creux au deuxième trimestre. La croissance au Japon a été soutenue par les transferts de l'État aux ménages à faible revenu et les baisses d'impôts sur les véhicules automobiles et les appareils électroménagers offrant un meilleur rendement énergétique. Une remontée des exportations d'automobiles et de matériel électronique, par rapport au niveau très faible où elles se situaient, a contribué également à la progression plus vigoureuse du PIB réel.

La croissance économique en Chine au second trimestre a aussi été plus forte que prévu, ce qui s'explique par d'importantes politiques de relance budgétaire axées sur des projets d'infrastructure ainsi que par les mesures destinées à encourager les consommateurs à dépenser. L'expansion rapide du crédit a également été à l'origine d'une hausse prononcée de la consommation et de l'investissement. Dans le reste du monde, après une contraction de l'économie au premier trimestre plus prononcée que ce à quoi on

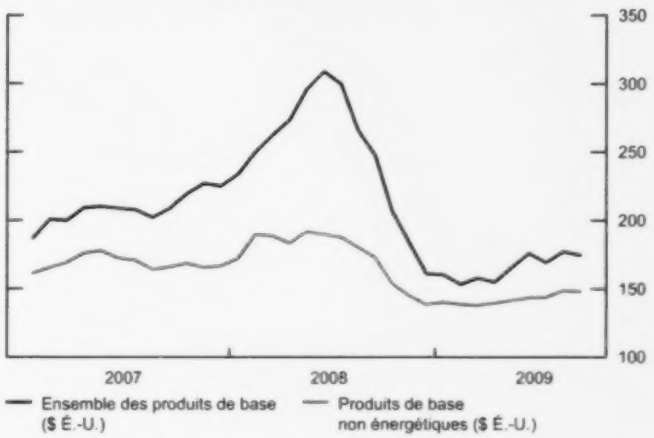
s'attendait, les données disponibles indiquent que l'activité s'est redressée au deuxième trimestre. Toutefois, on observe des disparités notables entre les régions, les économies émergentes d'Asie enregistrant la reprise la plus marquée, à la faveur de la robustesse de l'économie chinoise et des politiques macroéconomiques de soutien.

Les cours des produits de base se sont raffermis.

Les cours mondiaux du pétrole et, dans une moindre mesure, ceux des produits non énergétiques (en particulier les métaux) se sont raffermis depuis le creux qu'ils avaient enregistré au premier trimestre; ils demeurent néanmoins nettement en deçà des niveaux atteints au milieu de 2008 **(Graphique 2)**. Le récent renchérissement des produits de base tient en grande partie à une vive augmentation de la demande chinoise, associée à d'importants projets d'infrastructure à forte intensité de produits de base, et à la constitution de stocks aux fins d'investissement. Étant donné les perspectives plus favorables concernant la demande et la réduction des coûts de financement, les entreprises sont davantage incitées à accumuler des stocks. Ces facteurs, combinés à la baisse de l'offre en provenance des pays membres de l'OPEP, ont aussi contribué à pousser à la hausse les cours mondiaux du pétrole. Contrairement à l'évolution du secteur pétrolier, les prix du gaz naturel sont restés relativement bas, en raison de l'offre excédentaire considérable sur le marché nord-américain découlant principalement d'un déplacement de la production américaine vers des sources non traditionnelles (gaz de schiste) **(Note technique 1)**.

Graphique 2 : Les prix des produits de base se sont raffermis depuis le premier trimestre

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
(base 100 de l'indice : 1982-1990), données mensuelles



Source : Banque du Canada

Les taux annuels de l'inflation mesurée par l'IPC global dans la plupart des économies avancées sont maintenant négatifs.

Comme on l'entrevoyait, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est fortement repliée dans le monde depuis le milieu de 2008, sous l'effet du recul marqué des prix du pétrole et d'autres produits de base jusqu'au début de 2009. De fait, les taux annuels de l'inflation mesurée par l'IPC global dans la plupart des économies avancées sont maintenant négatifs **(Graphique 3)**. L'émergence d'une offre excédentaire a aussi modéré l'inflation fondamentale. Toutefois, la pression à la baisse exercée sur celle-ci a été atténuée dans de nombreuses économies par les mesures énergiques de politique monétaire qui ont été prises au début de la crise **(Graphique 4)**, et qui ont contribué à ancrer les attentes d'inflation à long terme, ainsi que par les rigidités des prix et des salaires, particulièrement dans le secteur des services.

Note technique 1

L'évolution récente du secteur du gaz naturel

Les cours mondiaux de nombreux produits de base ont augmenté depuis le début de l'année, à l'exception notable de celui du gaz naturel. Après avoir culminé à plus de 13 $ É.-U. le million de BTU au milieu de 2008, les prix du gaz naturel oscillent maintenant autour de 4 $ É.-U., en légère progression par rapport aux creux touchés récemment. Le pétrole a de son côté renchéri de façon marquée en 2009 **(Graphique 1-A)**. Depuis 1930, le rapport du cours du baril de pétrole brut au cours du million de BTU de gaz naturel s'est maintenu en moyenne aux environs de 9 à 1. Or, ce rapport se situe actuellement aux alentours de 21 à 1[1]. Cet écart exceptionnel s'explique par la mise en valeur de nouveaux gisements de gaz de schiste aux États-Unis, qui a contribué en 2008 à l'une des plus importantes hausses (8 %) de la production de gaz naturel dans ce pays depuis les années 1970. Conjugué à la décrue de la demande découlant du ralentissement économique mondial, cet essor de l'offre est à l'origine de l'élévation inégalée des niveaux de stockage et de l'atonie persistante des prix sur le marché nord-américain du gaz naturel **(Graphique 1-B)**.

Cette évolution mérite d'être notée en raison de l'importance du secteur du gaz naturel pour les exportations canadiennes. Les exportations nettes de gaz naturel en pourcentage du PIB sont restées supérieures à celles du pétrole brut, même si les secondes ont augmenté ces dernières années **(Tableau 1-A)**. De 1996 à 2005, la part du secteur gazier dans la production brute totale au Canada a plus que triplé, passant de 0,6 à 2 %[2], si bien qu'en 2005, ce secteur avait un poids presque aussi grand que celui du pétrole brut dans la production globale au Canada.

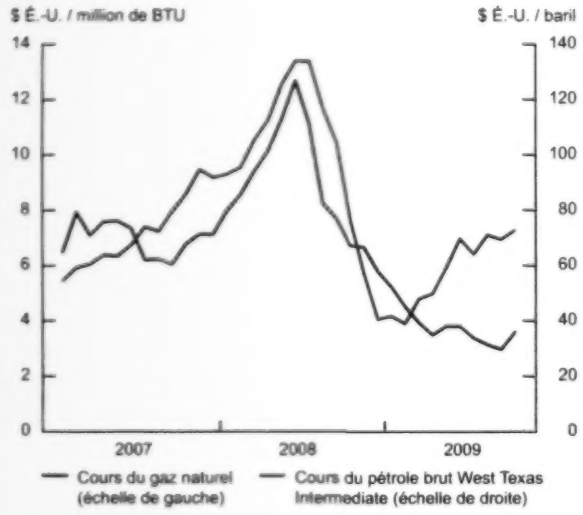
La faiblesse des prix du gaz naturel au cours des récents trimestres a entraîné une baisse des activités de forage et inhibera l'investissement dans ce secteur pendant un certain temps.

Tableau 1-A : Exportations canadiennes nettes de pétrole brut et de gaz naturel
(en pourcentage du PIB)

Secteur	1996	2000	2005	2007	2008
Pétrole brut	0,5	0,5	0,6	1,1	1,7
Gaz naturel	0,9	1,9	2,6	1,8	2,1

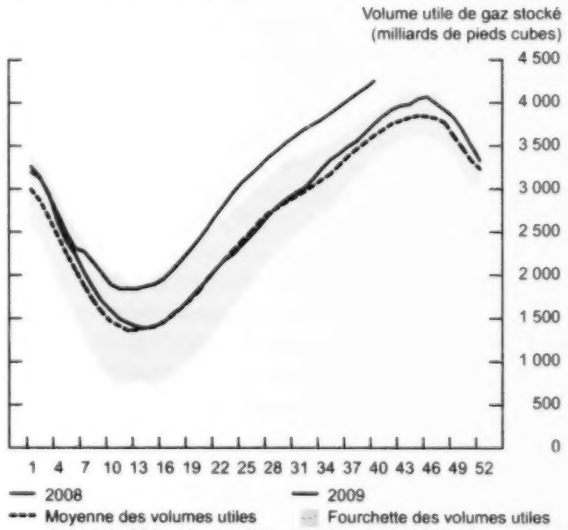
1 Le contenu calorifique du pétrole est six fois celui du gaz naturel.
2 La contribution du secteur à la production brute a été calculée à partir de tableaux d'entrées-sorties.

Graphique 1-A : La faiblesse des cours du gaz naturel par rapport à ceux du pétrole brut...
Données mensuelles



Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour octobre 2009 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 octobre 2009.
Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

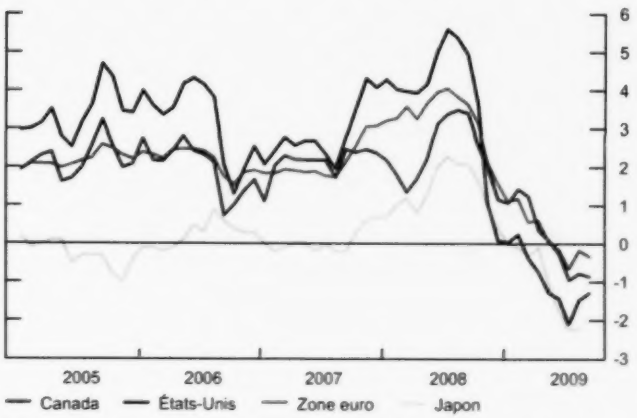
Graphique 1-B : ... témoigne de l'offre excédentaire sur le marché nord-américain du gaz naturel
Données hebdomadaires



Sources : Energy Information Administration et Canadian Enerdata Ltd.

Graphique 3 : L'IPC global a chuté dans la plupart des économies avancées

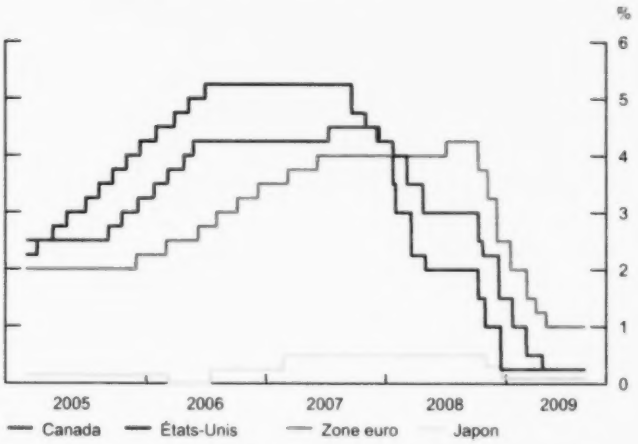
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

Graphique 4 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays

Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

L'évolution des marchés financiers mondiaux

Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont améliorées considérablement et un peu plus rapidement que prévu ces derniers mois, ce qui est conforme à l'opinion selon laquelle la récession mondiale a touché un creux et les risques d'une dégradation plus grave de la situation économique ont diminué. Ces améliorations, si elles se poursuivent, contribueront à assainir les bilans des ménages et des entreprises et à stimuler la confiance, soutenant du même coup la croissance de l'économie réelle.

Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont améliorées considérablement et un peu plus rapidement que prévu...

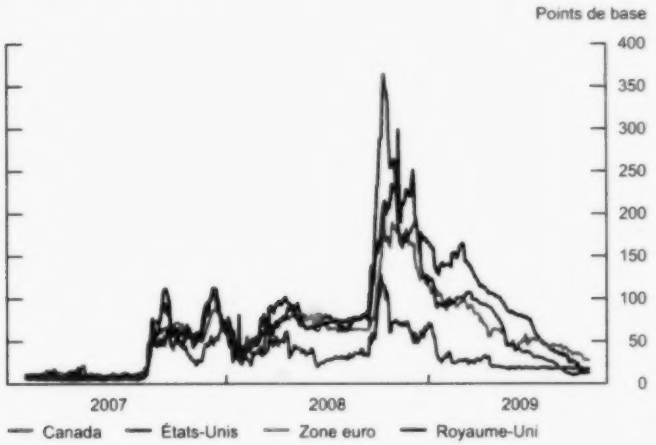
... mais des tensions persistent au sein de certains marchés, et de nouveaux revers sont envisageables.

Cependant, des tensions persistent au sein de certains marchés, et de nouveaux revers sont envisageables. Bien que les marchés de la titrisation montrent des signes de reprise, ils fonctionnent encore à une fraction de leurs niveaux d'avant la crise et les conditions du crédit dans les banques sont toujours relativement tendues, en raison du processus de réduction du levier financier en cours. Même si les hausses récentes des prix des actifs sont positives, la détérioration de la qualité des prêts associée au ralentissement économique est susceptible de prolonger ce processus. Les politiques monétaires expansionnistes et les interventions directes sur des marchés précis sont demeurées une importante source de soutien.

Les marchés où les institutions financières se procurent du financement reviennent à la normale; les niveaux des taux d'intérêt ont touché leur point le plus bas et les écarts sur les marchés du financement à court terme sont descendus sous les niveaux enregistrés avant la faillite de Lehman Brothers **(Graphique 5)**. Le recours aux facilités offertes par les banques centrales a donc diminué considérablement et certaines d'entre elles ont commencé à réduire quelques-uns de leurs programmes exceptionnels de soutien à la liquidité. Par ailleurs, il est devenu de plus en plus facile pour les grandes institutions financières de lever des fonds à long terme sur les marchés sans faire appel aux garanties directes de l'État.

Graphique 5 : Les marchés du financement à court terme se sont grandement améliorés

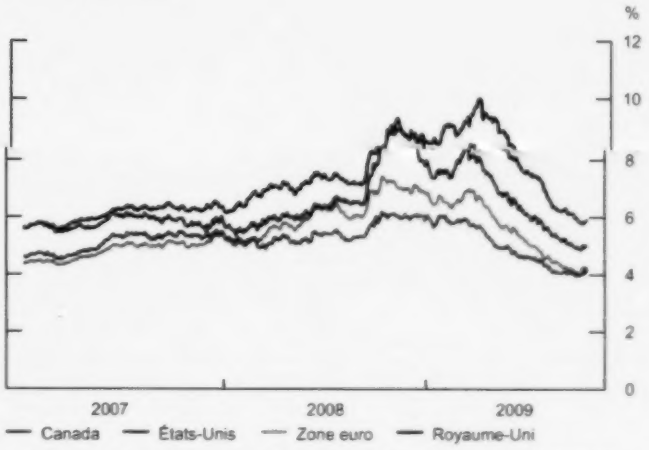
Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour[a]
Données quotidiennes



a. LIBOR dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada
Source : Bloomberg

Les conditions de financement des entreprises se sont aussi améliorées. Les écarts de crédit pour les sociétés tant financières que non financières ont diminué sensiblement par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints, mais demeurent tout de même élevés relativement à leurs moyennes historiques. Comme les rendements des obligations de référence du gouvernement restent plutôt faibles, ceux des titres de société se situent maintenant, dans l'ensemble, bien en deçà des niveaux observés plus tôt cette année **(Graphique 6)**. L'accès amélioré aux marchés a contribué à l'émission d'un montant record d'obligations à long terme de sociétés à l'échelle du globe depuis le début de 2009. De plus, les marchés boursiers mondiaux ont enregistré de solides gains après les creux touchés en mars.

Graphique 6 : Les coûts d'emprunt des entreprises ont nettement diminué[a]
Données quotidiennes



a. Rendements des obligations de sociétés de bonne qualité. Les séries ne sont pas nécessairement comparables d'un pays à l'autre parce que les combinaisons de notation de crédit et de duration peuvent différer sur les marchés obligataires intérieurs.
Sources : Merrill Lynch et Bloomberg

Malgré ces améliorations marquées sur les marchés financiers internationaux, les conditions d'octroi de prêts bancaires aux ménages demeurent relativement tendues à l'extérieur du Canada. Les banques de la zone euro et des États-Unis continuent de restreindre l'offre de crédit pour la plupart des types de prêt, même si les enquêtes menées auprès des responsables du crédit révèlent que le rythme de durcissement du crédit ralentit. Sous l'effet conjugué du resserrement des conditions de prêt et de l'atonie de la demande, le crédit aux ménages a arrêté de croître dans la zone euro et s'est carrément contracté aux États-Unis.

Si les interventions des pouvoirs publics ont aidé à stabiliser les marchés financiers de la planète et à améliorer les conditions du crédit, il faudra mener en temps opportun d'autres actions globales pour asseoir la reprise sur des bases solides et réduire la probabilité de crises dans l'avenir.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les perspectives concernant la croissance de l'économie mondiale au second semestre de 2009 et en 2010 se sont raffermies depuis la parution du *Rapport* en juillet, en particulier en Chine et dans des économies émergentes plus petites d'Asie. Une incertitude considérable plane encore toutefois sur ces perspectives. La reprise devrait être plus graduelle qu'elle ne le serait normalement. Cette situation est attribuable au fait que la demande sous-jacente du secteur privé dans de nombreuses économies ne devrait se redresser que lentement, à mesure que des ajustements notables apportés aux bilans ainsi que sur le plan structurel feront sentir leurs effets. L'expérience montre que les récessions précipitées par les crises financières ont des retombées négatives plus importantes et plus persistantes sur la production potentielle que d'autres types de récession. Le déplacement majeur de la demande mondiale qui devra s'opérer pour assurer une croissance durable rendra le processus d'ajustement particulièrement difficile.

Les perspectives concernant la croissance de l'économie mondiale se sont raffermies depuis la parution du Rapport *en juillet, en particulier en Chine et dans des économies émergentes plus petites d'Asie.*

La Banque prévoit que l'économie mondiale se contractera de 1,6 % en 2009, puis qu'elle progressera de 3,1 % en 2010 et de 4,0 % en 2011.

Nos estimations donnent à penser que la progression du potentiel de production dans le monde ralentira, passant de plus de 4 % dans les années juste avant la crise à environ 3 % au cours de la période 2009-2011. Dans ce contexte, la Banque prévoit maintenant que l'économie mondiale se contractera de 1,6 % en 2009, puis qu'elle progressera de 3,1 % en 2010 et de 4,0 % en 2011 **(Tableau 1)**.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2008	2009	2010	2011
États-Unis	21	0,4 *(1,1)*	-2,5 *(-2,4)*	1,8 *(1,4)*	3,8 *(3,4)*
Zone euro	16	0,5 *(0,6)*	-3,9 *(-4,4)*	0,9 *(0,7)*	2,4 *(2,4)*
Japon	7	-0,7 *(-0,7)*	-5,7 *(-6,0)*	1,7 *(1,9)*	2,5 *(2,8)*
Chine	11	9,1 *(9,1)*	8,1 *(7,8)*	8,9 *(8,3)*	8,9 *(9,6)*
Autres pays	45	3,9 *(3,9)*	-2,1 *(-2,1)*	3,3 *(1,9)*	3,7 *(3,5)*
Ensemble du monde	**100**	**2,9 *(3,0)***	**-1,6 *(-1,7)***	**3,1 *(2,3)***	**4,0 *(3,9)***

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Le redémarrage graduel de l'activité est favorisé par les mêmes facteurs que ceux évoqués dans nos projections précédentes. Premièrement, les mesures de relance monétaire et budgétaire en place devraient continuer de soutenir la demande intérieure. Cette prévision se concrétise déjà en partie grâce aux effets de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse des cours des actifs sur la richesse. Deuxièmement, le rétablissement progressif de conditions plus normales sur les marchés financiers et l'achèvement de la réduction du levier d'endettement dans le secteur financier devraient faire augmenter l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages. Troisièmement, l'inversion du cycle des stocks et la fin de l'ajustement des stocks dans le secteur du logement de plusieurs économies devraient alimenter la croissance dans son ensemble.

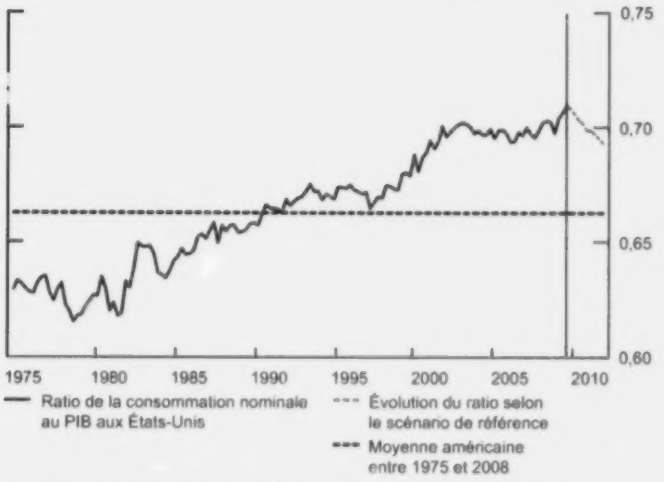
Puisque la demande globale dans le monde ne devrait remonter que progressivement, d'importantes capacités inutilisées devraient persister au sein de l'économie à l'horizon projeté et ainsi concourir à un profil d'inflation modérée.

Aux États-Unis, les ajustements en cours dans l'économie semblent plus avancés qu'on ne le croyait précédemment.

Aux États-Unis, le rythme de la reprise qui s'amorce au troisième trimestre de 2009 devrait être un peu plus rapide que ce que l'on avait avancé dans le *Rapport* de juillet, puisqu'une partie des ajustements en cours dans l'économie semblent plus avancés qu'on ne le croyait précédemment. Les mesures de relance budgétaire ainsi que la stimulation apportée par les stocks devraient être des facteurs déterminants de la reprise. On s'attend cependant à ce que le redressement des dépenses de consommation soit plus modeste que dans les cycles précédents, du fait surtout que les ménages doivent reconstituer leur épargne après avoir subi une érosion marquée de leur patrimoine. Cet ajustement a pour effet de rapprocher la part des dépenses de consommation dans le PIB de sa moyenne à long terme à l'horizon projeté **(Graphique 7)**. La consommation sera également freinée par la faiblesse persistante du revenu disponible, la détérioration des conditions sur le marché du travail devant se poursuivre au cours des prochains trimestres, ainsi que par des modalités du crédit qui demeurent relativement serrées. Les investissements dans le secteur résidentiel devraient avoir commencé à reprendre graduellement de la vigueur au second semestre

Graphique 7 : Les dépenses de consommation aux États-Unis devraient converger lentement vers leur moyenne de long terme

Ratio de la consommation nominale au PIB, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

de 2009, soit un peu plus tôt que prévu, à cause de l'incidence du crédit d'impôt pour l'achat d'une première habitation sur les ventes de maisons et des niveaux de stocks plus favorables dans le secteur du logement. Dans l'ensemble, on s'attend encore à une croissance modérée aux États-Unis **(Graphique 8)**, puisque l'on prévoit maintenant que le PIB réel aura reculé de 2,5 % en 2009, puis qu'il progressera de 1,8 % en 2010 et de 3,8 % en 2011.

On prévoit qu'aux États-Unis, le PIB réel aura reculé de 2,5 % en 2009, puis qu'il progressera de 1,8 % en 2010 et de 3,8 % en 2011.

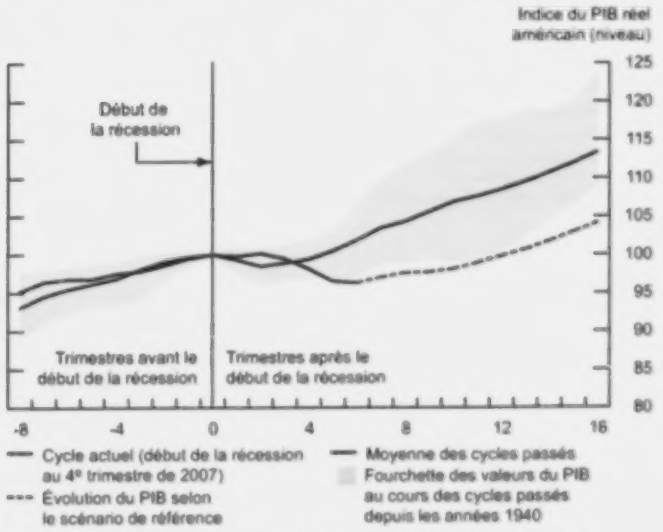
Dans la zone euro, la reprise au second semestre de 2009 et en 2010 devrait aussi être légèrement plus forte que projeté en juillet, ce qui tient à une incidence des mesures de relance budgétaire plus prononcée qu'anticipé auparavant. La reprise devrait néanmoins être plus modeste qu'aux États-Unis, en raison notamment des interventions des pouvoirs publics moins énergiques ainsi que des ajustements plus importants qui doivent encore être effectués dans le système bancaire de la zone euro. Le redressement de la consommation des ménages va vraisemblablement être bridé par la détérioration de la situation sur les marchés du travail et par des conditions du crédit relativement tendues. Au Japon, la reprise repose sur la fin de la correction des stocks et sur les mesures de relance monétaire et budgétaire en cours.

La croissance économique en Chine devrait rester robuste, favorisée par la forte détente monétaire et budgétaire en place. Le crédit bancaire s'est accru à un rythme extraordinairement rapide, ce qui entraîne la possibilité d'une affectation quelque peu inefficiente des ressources. Des économies émergentes plus petites d'Asie ont déjà commencé à se remettre d'une baisse notable de la production industrielle et des exportations, et elles devraient continuer de profiter de la remontée du commerce mondial et de la solide expansion en Chine. On prévoit que d'autres pays en développement et à marché émergent renoueront peu à peu avec la croissance au cours des prochaines années, aidés en cela par un rétablissement des flux de capitaux et par des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes. La contribution croissante de ces pays à la demande mondiale devrait soutenir davantage les prix des produits de base **(Graphique 9)**. Bien que ces prix puissent continuer d'afficher une volatilité à court terme, ils devraient poursuivre leur montée, à mesure que l'économie du globe se redressera en 2010 et 2011.

La croissance économique en Chine devrait rester robuste, favorisée par la forte détente monétaire et budgétaire en place.

Graphique 8 : On s'attend à ce que la reprise économique aux États-Unis soit plus modeste que dans le passé

Évolution comparative du niveau du PIB réel américain au cours du cycle actuel et des cycles passés; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, National Bureau of Economic Research (pour l'établissement des dates relatives aux cycles) et calculs de la Banque du Canada

Graphique 9 : Les courbes des cours à terme semblent indiquer une remontée des prix du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles

▪ Cours au comptant du pétrole brut (16 octobre 2009)
● Cours au comptant du gaz naturel (16 octobre 2009)
♦ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 16 octobre 2009

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour octobre 2009 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 octobre 2009.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'économie canadienne

Après trois trimestres consécutifs de forte contraction, le Canada a renoué avec la croissance économique. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs, le relèvement naissant de l'économie mondiale et le renforcement des termes de l'échange. Dans son scénario de référence, la Banque entrevoit à présent, pour la seconde moitié de 2009, une progression un peu plus vive qu'elle ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet. Pour le reste de la période de projection, l'expansion devrait être légèrement inférieure en raison de l'effet de la valeur accrue du dollar canadien. On s'attend maintenant à ce que l'économie tourne de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'il n'était anticipé en juillet.

Après trois trimestres consécutifs de forte contraction, le Canada a renoué avec la croissance économique.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

Comme il était prévu dans la projection de juillet, la récession au pays s'est intensifiée considérablement au deuxième trimestre, le PIB réel enregistrant une perte supplémentaire de 3,4 % (en chiffres annualisés). Le revenu intérieur brut réel a lui aussi régressé davantage, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'aux deux trimestres précédents grâce au redressement partiel des termes de l'échange au pays **(Graphique 10)**.

Comme prévu, la récession s'est intensifiée considérablement au deuxième trimestre.

Les exportations ont poursuivi leur plongeon, sous l'effet de la baisse profonde de la demande aux États-Unis **(Graphique 11)**, et les entreprises ont procédé à de nouvelles réductions d'effectifs et d'investissements fixes. Le deuxième trimestre est le huitième de suite à afficher une diminution des exportations; la baisse avait été exceptionnelle au premier trimestre. Dans un contexte de faiblesse généralisée, les exportations de machines et matériel et de gaz naturel ont été particulièrement touchées. La brusque chute des investissements des firmes traduit l'incertitude quant au moment et à la vigueur de la reprise mondiale, le niveau élevé des capacités excédentaires et la détérioration des bénéfices. Malgré la réduction légèrement accélérée des stocks dans les entreprises, le recul encore plus rapide des ventes a encore poussé à la hausse le ratio stocks/ventes **(Graphique 12)**.

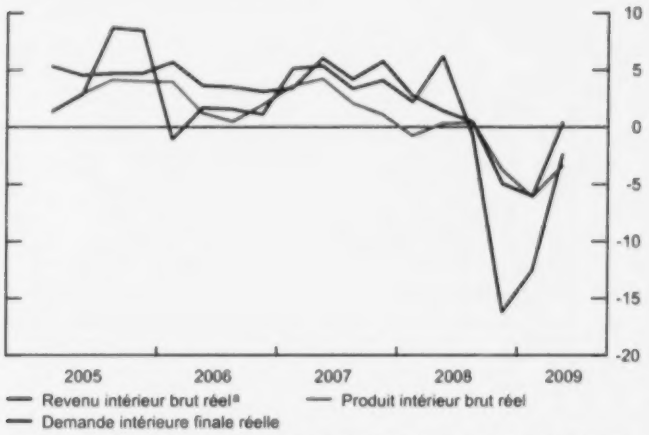
Les exportations ont poursuivi leur plongeon, et les entreprises ont procédé à de nouvelles réductions d'effectifs et d'investissements fixes.

Par contraste, les dépenses des ménages ont amorcé une remontée au deuxième trimestre grâce aux mesures énergiques de relance monétaire et budgétaire et au regain de confiance des consommateurs. Les achats de biens de consommation durables et les investissements dans le logement ont redémarré avec force. Le relèvement marqué des reventes de maisons s'explique non seulement par l'amélioration de l'accessibilité à la propriété,

Par contraste, les dépenses des ménages ont amorcé une remontée au deuxième trimestre.

Graphique 10 : Le revenu intérieur brut réel au Canada a continué de reculer au deuxième trimestre, mais moins rapidement que le produit intérieur brut réel

Taux de croissance trimestriel annualisé

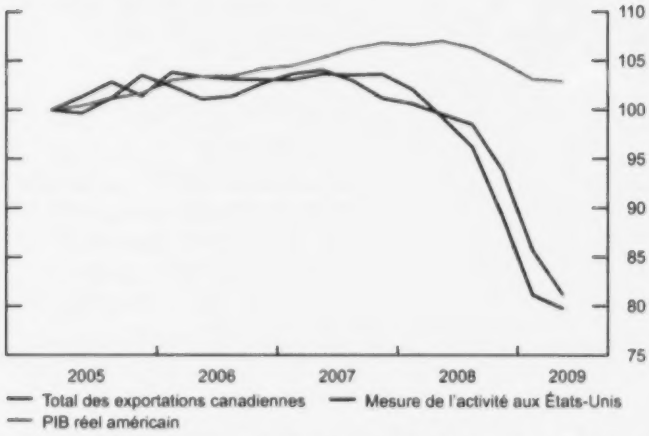


a. Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 11 : Les exportations canadiennes ont chuté, en raison surtout de la faiblesse de la demande américaine

Base 100 de l'indice : 1er trimestre de 2005



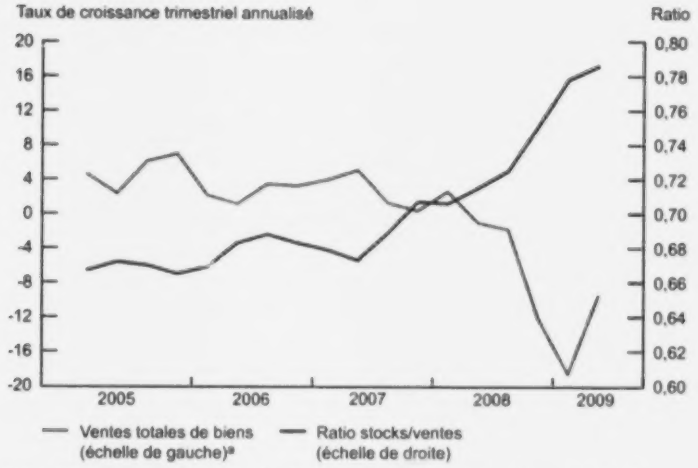
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Réserve fédérale américaine, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

mais également par le déblocage de la demande qui se trouvait refoulée depuis le sommet de la crise financière **(Graphique 13)**. Les encouragements fiscaux ont aussi favorisé l'activité de rénovation. Autre source de demande importante, les dépenses publiques ont vu leur apport à la croissance atteindre 1,2 point de pourcentage (en rythme annuel) pour le trimestre.

Les indicateurs disponibles, y compris la récente reprise de l'emploi, donnent à penser que le PIB réel a recommencé à progresser au troisième trimestre.

Les indicateurs disponibles, y compris la récente reprise de l'emploi, donnent à penser que le PIB réel a recommencé à progresser au troisième trimestre. Les dépenses des ménages ont poursuivi leur redressement, et la contribution des dépenses publiques a pris de l'ampleur. L'expansion a également été stimulée par une hausse substantielle de la production automobile

Graphique 12 : La diminution des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes

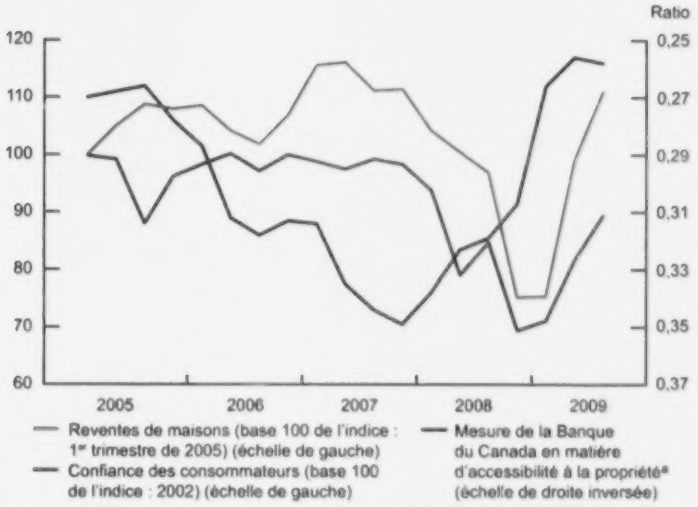


a. Les ventes totales de biens correspondent à la demande intérieure finale moins la consommation de services plus les exportations de biens, tous les chiffres étant en dollars constants.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 13 : La solide croissance du secteur du logement reflète une amélioration continue de l'accessibilité à la propriété et de la confiance des consommateurs

Données trimestrielles



a. La valeur indiquée pour le troisième trimestre de 2009 est une estimation. Cette mesure correspond au ratio des paiements hypothécaires sur un achat de maison type au revenu disponible moyen et exclut les impôts fonciers, les frais d'assurance et les coûts des services publics. Une diminution du ratio indique une amélioration de l'accessibilité à la propriété. Pour de plus amples renseignements sur cette mesure, voir http://credit.banqueducanada.ca.

Sources : Service inter-agences, Conference Board du Canada et calculs de la Banque du Canada

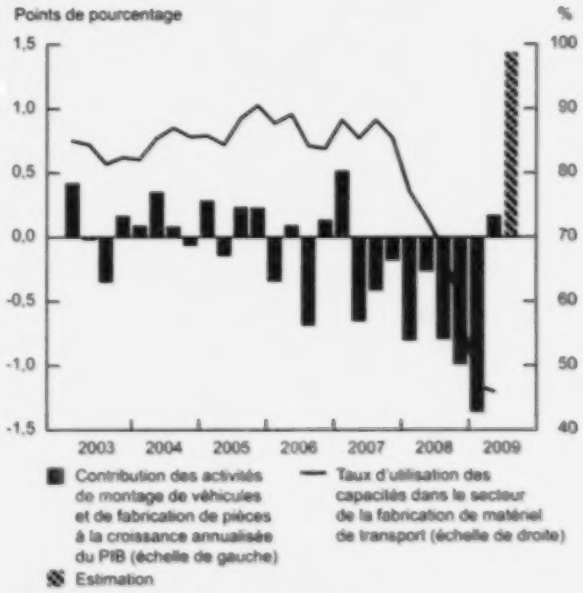
Note technique 2

Le rôle du secteur automobile dans la récession et la reprise

L'industrie automobile joue un rôle démesurément important dans l'évolution trimestrielle du PIB canadien cette année **(Graphique 2-A)**[1]. Au premier semestre de 2009, la production automobile au Canada s'est effondrée par suite de la restructuration du secteur nord-américain de l'automobile et du recul continu des ventes de véhicules automobiles aux États-Unis. Les trois quarts environ des véhicules fabriqués au pays sont exportés vers les États-Unis. Le poids des produits automobiles dans les exportations canadiennes est tel que ces dernières se sont vivement contractées aux deux premiers trimestres de 2009, soit de 30,4 % au premier et de 19,3 % au second (données annualisées). La reprise partielle de la production automobile au troisième trimestre devrait donner une impulsion forte, quoique passagère, à la croissance des exportations et du PIB.

La production canadienne de véhicules et de pièces automobiles devrait ensuite augmenter graduellement. Selon un modèle économétrique de taille réduite estimé par le personnel de la Banque, elle pourrait s'établir à quelque 2,2 millions d'unités d'ici 2012. Bien que ce chiffre représente une hausse de 80 % par rapport au niveau de production anticipé pour 2009, il reste très inférieur à la moyenne d'avant la crise (2,6 millions d'unités environ). On s'attend en effet à ce que les ventes de véhicules automobiles aux États-Unis demeurent faibles, comparativement aux niveaux d'avant la crise, pendant quelques années, le temps que les ménages américains assainissent leur bilan.

Graphique 2-A : La production automobile explique une bonne part de l'évolution de la croissance du PIB réel cette année



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

1 La production automobile représentait environ 1,5 % du PIB canadien en 2008.

canadienne, attribuable à la réouverture de certaines usines de grands fabricants qui avaient été fermées plus tôt dans l'année et à la nécessité de reconstituer des stocks diminués en raison du programme de prime à la casse mis en œuvre aux États-Unis. Ces facteurs devraient faire bondir temporairement les exportations de produits automobiles **(Note technique 2)**. Des données récentes semblent indiquer, cependant, que l'augmentation des importations a été encore plus accentuée au cours du trimestre, de sorte que la balance commerciale a continué de freiner la croissance. On s'attend, par ailleurs, à ce que les entreprises aient à nouveau réduit leurs investissements, vu l'incertitude qui subsiste relativement au dynamisme de la reprise mondiale, et à ce qu'elles aient effectué de nouvelles ponctions dans leurs stocks, quoique dans une moindre mesure qu'au deuxième trimestre. Conjuguée à la relance des ventes, cette évolution devrait entraîner un repli du ratio stocks/ventes.

Dans le *Rapport* d'avril, la Banque avait révisé à la baisse ses estimations de l'expansion de la production potentielle pour la période 2009-2011 à la lumière des changements structurels importants en cours dans l'économie canadienne et de la chute notable de l'investissement. Après avoir réexaminé ses hypothèses concernant la productivité tendancielle du travail et l'offre tendancielle de travail, elle conclut, dans le présent rapport, au maintien de la validité du scénario envisagé en avril. La Banque escompte que la croissance de la production potentielle touchera un creux de 1,2 % en 2009, pour ensuite remonter progressivement à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011 **(Note technique 3)**. Il importe de noter qu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, particulièrement au sortir d'une récession profonde.

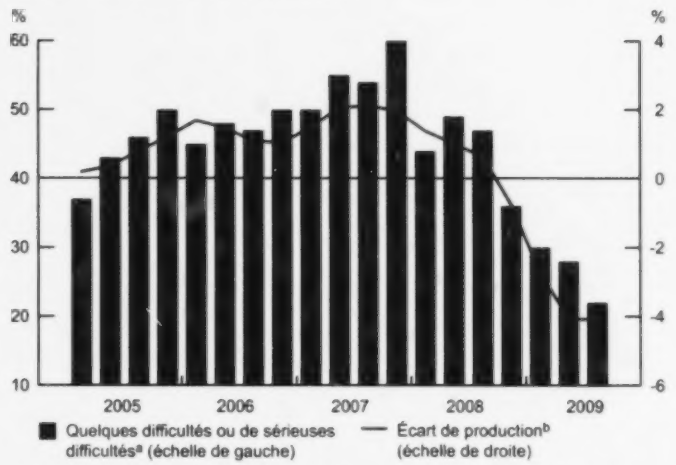
La Banque escompte que la croissance de la production potentielle touchera un creux de 1,2 % en 2009, pour ensuite remonter à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Une offre excédentaire considérable persistait au sein de l'économie du pays au troisième trimestre. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production est demeurée essentiellement inchangée, à -4 % **(Graphique 14)**. Lorsqu'elle évalue les capacités excédentaires, la Banque tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, d'autant plus que la marge d'erreur de celle-ci tend à s'accroître à proximité des points de retournement. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne (http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2009/automne/bos1009f.pdf), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande est tombée à son niveau le plus bas depuis les débuts de l'enquête, en 1999.

Les indicateurs récents portent à croire que le marché du travail aurait cessé de se détériorer, ce qui suppose que l'offre excédentaire a atteint son sommet. L'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées ont recommencé à augmenter depuis quelques mois, et le taux de chômage a légèrement fléchi,

Graphique 14 : Une offre excédentaire substantielle persiste au sein de l'économie canadienne



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

b. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2009 se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Note technique 3

Révisions touchant la production potentielle

Tous les ans au mois d'octobre, la Banque réexamine la trajectoire de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Elle correspond en quelque sorte au produit de la productivité tendancielle du travail et de la mesure tendancielle du facteur travail.

La productivité tendancielle du travail est surtout liée à la quantité de capital investi par travailleur et au rythme du progrès technique. La récession a abaissé le ratio capital/travail, du moins à court terme, en réduisant le volume des investissements sous leur niveau tendanciel et en accélérant l'ajustement structurel de l'économie. Cet ajustement est une adaptation normale de toute économie, mais les récessions précipitent généralement des changements et les concentrent dans un laps de temps limité. En 2008 et au premier semestre de 2009, de nombreux secteurs – tout particulièrement les secteurs automobile et forestier – ont subi des bouleversements, dont le démantèlement définitif d'une partie des équipements de production. Beaucoup de ces équipements finiront par se retrouver dans d'autres entreprises, mais cela demandera du temps. Parallèlement, des coûts d'ajustement accompagneront le redéploiement graduel de la main-d'œuvre vers d'autres activités. Étant donné tous ces changements ainsi que le rythme de progression globalement faible de la productivité du travail au cours des dernières années, la Banque part de l'hypothèse que la productivité tendancielle du travail reculera de 0,2 % cette année avant de gagner 0,2 % en 2010 et 0,9 % en 2011 **(Tableau 3-A)**.

Le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait décélérer peu à peu dans les prochaines années, dans une large mesure parce que le rythme de croissance de la population en âge de travailler se sera contracté. On prévoit que la moyenne tendancielle des heures travaillées sera assez stable, tandis que le taux d'emploi tendanciel se repliera seulement légèrement. Ensemble, ces prévisions impliquent que le facteur travail connaîtra un taux d'accroissement tendanciel de 1,4 % en 2009, de 1,3 % en 2010 et de 1,0 % en 2011. Les chiffres relatifs à la croissance tendancielle anticipée du facteur travail pour 2009 et 2010 dépassent d'environ 0,1 point de pourcentage ceux postulés dans le *Rapport* d'octobre 2008. Cette modeste révision à la hausse tient à deux raisons : pendant les douze derniers mois, la population en âge de travailler a crû un peu plus vite qu'escompté; par ailleurs, la richesse détruite dans le sillage de la crise financière devrait quelque peu stimuler l'offre de travail en 2009 et 2010. Comme l'on s'attend à ce que l'effet de chacun de ces facteurs soit temporaire, le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail en 2011 ralentit légèrement par rapport aux estimations d'octobre 2008.

Ces profils de croissance tendanciels de la productivité du travail et du facteur travail impliquent des rythmes de progression de la production potentielle de 1,2 % en 2009, de 1,5 % en 2010, puis de 1,9 % en 2011[1]. Cette trajectoire est identique à celle retenue pour hypothèse dans la livraison d'avril du *Rapport*.

Après 2011, l'incidence des restructurations devrait s'atténuer, créant un climat favorable à l'expansion de la productivité totale des facteurs. Associée à un accroissement du coefficient d'intensité du capital, grâce au redressement des investissements, cette évolution portera la croissance tendancielle de la productivité du travail à 1,2 % d'ici 2012, sa moyenne de long terme. On s'attend par contre à un ralentissement du taux d'augmentation du facteur travail alors que les effets du vieillissement de la population commenceront à se faire sentir davantage. La Banque estime par conséquent que la production potentielle progressera de 1,9 % en 2012.

Tableau 3-A : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle

	2009	2010	2011	2012
Croissance de la production potentielle	**1,2** *(2,4)*	**1,5** *(2,5)*	**1,9** *(2,5)*	**1,9**
Croissance tendancielle du facteur travail	1,4 *(1,25)*	1,3 *(1,25)*	1,0 *(1,25)*	0,7
Croissance tendancielle de la productivité du travail	-0,2 *(1,1)*	0,2 *(1,2)*	0,9 *(1,2)*	1,2
À titre de rappel :				
Croissance de la production potentielle postulée dans la livraison d'avril 2009	1,2	1,5	1,9	

Nota : Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.

1 La valeur estimée pour 2009 tient compte des différents indicateurs des pressions qui s'exercent actuellement sur l'appareil de production.

passant à 8,4 % en septembre. La faiblesse du marché du travail du secteur privé n'en ressort pas moins avec évidence de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne : le pourcentage, essentiellement inchangé, des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre demeure à un niveau très peu élevé. En outre, la montée des salaires — mesurée par le salaire horaire moyen des employés permanents — a récemment décéléré.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuration en cours au sein de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/2 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2009, ce qui concorde avec sa projection de juillet.

La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/2 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre.

L'inflation et la cible de 2 %

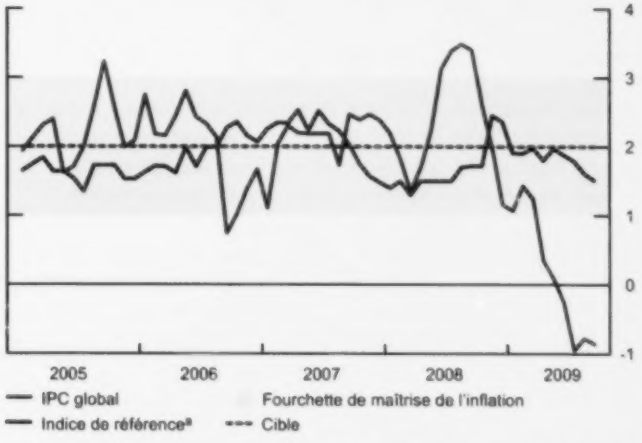
L'inflation mesurée par l'IPC global a enregistré un nouveau recul au troisième trimestre de 2009, comme la Banque l'entrevoyait dans le *Rapport* de juillet. Durant le trimestre, le taux de variation sur douze mois de l'indice a touché un creux de -0,9 %, qui s'explique par l'importante baisse en glissement annuel des prix de l'énergie **(Graphique 15)**. L'inflation mesurée par l'indice de référence a régressé, passant de 1,9 % en juin à 1,5 % en septembre, sous l'effet de l'importante offre excédentaire au sein de l'économie et de la décélération continue du taux d'augmentation des prix des aliments inclus dans l'indice de référence.

L'inflation mesurée par l'IPC global a touché un creux de -0,9 % au troisième trimestre. Celle mesurée par l'indice de référence a régressé, pour passer à 1,5 % en septembre.

Les indicateurs des attentes d'inflation se sont révélés stables ces derniers mois. Les attentes à court terme restent à des niveaux très bas à la lumière des fluctuations antérieures des cours de l'énergie. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, les prévisions pour 2010 et les années ultérieures demeurent près de la cible de 2 %. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises montrent également que les attentes d'inflation se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation établie par la Banque.

Graphique 15 : L'inflation mesurée par l'IPC global a touché un creux et celle mesurée par l'indice de référence a diminué

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

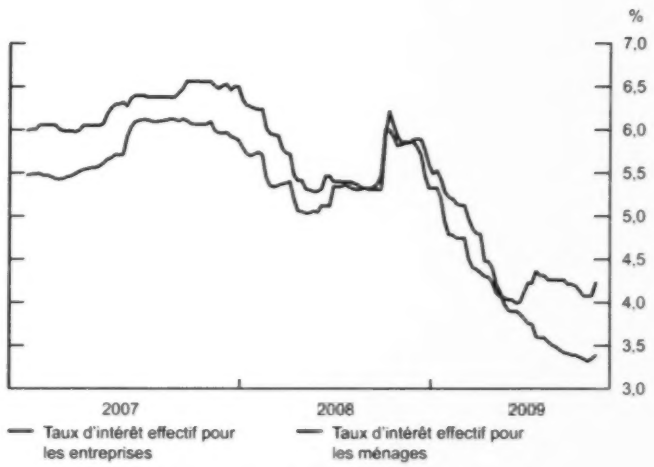
Les conditions financières au Canada

Dans l'ensemble, les conditions financières au Canada continuent de s'améliorer et d'être plus favorables que dans la plupart des autres économies avancées.

Dans l'ensemble, les conditions financières au Canada continuent de s'améliorer et d'être plus favorables que dans la plupart des autres économies avancées. Les progrès ont été relativement généralisés : les marchés boursiers ont poursuivi leur remontée, les écarts de crédit se sont encore rétrécis et les émissions d'obligations de sociétés sont restées soutenues.

Les coûts de financement des banques canadiennes, en particulier, demeurent très peu élevés. Les coûts d'emprunt des ménages le sont aussi, en regard du passé **(Graphique 16** et **Tableau 2)**. Contrairement à ce qu'on observe dans la majorité des autres pays avancés, les consommateurs canadiens peuvent facilement obtenir du crédit, comme en témoigne le rythme d'expansion toujours vif de ce dernier **(Graphique 17)**. La vigueur du crédit aux ménages est liée à la reprise du marché du logement et à la relance de l'activité de rénovation.

Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages canadiens demeurent très bas
Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.
Source : Calculs de la Banque du Canada

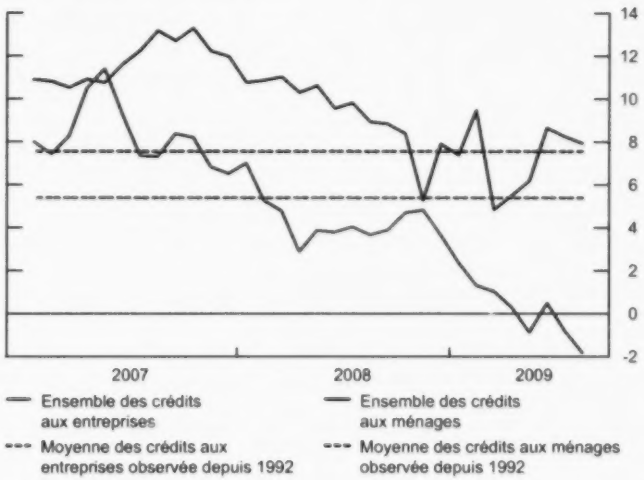
Le crédit aux entreprises, contrairement à celui destiné aux ménages, a été anémique récemment et a enregistré un modeste repli au cours de la période de trois mois terminée en août. Cette atonie s'explique surtout par les sombres perspectives qui entourent l'investissement des sociétés, quoique la disponibilité du crédit soit probablement en cause aussi. En ce qui concerne les grandes sociétés, la situation s'est améliorée durant les derniers mois, comme l'indique, par exemple, l'ampleur des émissions sur le marché canadien des obligations de sociétés. Les entreprises du pays ont vu leurs coûts d'emprunt reculer de nouveau au cours des derniers mois. Le taux d'intérêt moyen effectif sur leurs emprunts a diminué d'environ 15 points de base depuis la parution du *Rapport* de juillet, baisse principalement attribuable à la chute des taux des obligations de sociétés. Les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos2009T3.pdf) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises montrent que les conditions du crédit aux

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises
En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable effectif estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juillet 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 octobre 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
6 décembre 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36
24 janvier 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juillet 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 octobre 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
11 décembre 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04
22 janvier 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69	5,86
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
8 juin 2009	0,25	2,25	2,85	5,52	0,43	4,83
23 juillet 2009	0,25	2,25	2,65	5,85	0,44	4,54
14 septembre 2009	0,25	2,25	2,45	5,50	0,43	4,08
16 octobre 2009	0,25	2,25	2,25	5,84	0,43	4,17

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

Graphique 17 : La croissance du crédit aux ménages demeure robuste, mais le crédit aux entreprises continue de s'affaiblir
Taux de variation sur trois mois annualisé



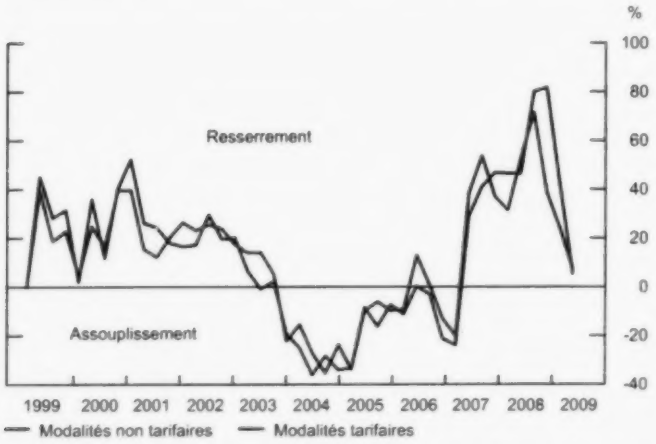
Source : Banque du Canada

entreprises ont peu changé au troisième trimestre, après une période de resserrement marqué **(Graphique 18)**.

L'indice des conditions financières (ICF) de la Banque a continué de se redresser depuis la publication du *Rapport* de juillet et se situe actuellement bien au-dessus de la moyenne calculée sur dix ans. L'ICF reflète le niveau exceptionnellement bas du taux directeur de la Banque, lequel contrebalance

Graphique 18 : Après une période marquée par un resserrement important, les conditions du crédit aux entreprises n'ont guère varié au troisième trimestre

Solde des opinions concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts, selon les résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit[a]



a. Le solde des opinions est égal à la différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement.

Nota : Chaque série représente la moyenne simple des soldes des opinions des institutions financières pour les petites entreprises, les sociétés commerciales et les grandes sociétés.

Source : Banque du Canada

le fait que les écarts sur obligations de sociétés dépassent encore la moyenne sur dix ans, malgré leur récente compression. Il convient de souligner que l'ICF ne rend pas compte encore de l'appréciation du dollar canadien survenue depuis le printemps étant donné le décalage avec lequel le taux de change intervient dans l'indice. En outre, l'ICF attribue un très faible coefficient de pondération à la mesure des conditions générales de prêt aux entreprises qui se dégage de l'enquête auprès des responsables du crédit. Pour toutes ces raisons, la Banque est d'avis que l'ICF surestime actuellement l'amélioration des conditions financières.

Les agrégats monétaires ont maintenu leur forte croissance. Dans la période de trois mois s'étant achevée en août, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annualisé de 18,2 %, et l'agrégat M2++, à un taux de 7,0 %. Il est difficile d'évaluer les implications de cette expansion monétaire pour l'activité économique, car la demande de monnaie tend à être anormalement élevée dans un contexte de taux d'intérêt très bas et de conditions du crédit tendues. La croissance robuste et continue de l'agrégat au sens étroit tient au désir des ménages et des entreprises de conserver des actifs liquides jusqu'à ce que la reprise économique soit clairement enclenchée. Conformément à son scénario de référence, la Banque prévoit que l'expansion de ces encaisses monétaires diminuera progressivement au fil du temps.

Le taux de change

Le dollar canadien s'est apprécié brusquement depuis la parution du Rapport *de juillet.*

Le cours du dollar canadien est demeuré relativement stable de juillet au début d'octobre, évoluant à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 90 et 94 cents É.-U. Plus récemment, toutefois, il a augmenté brusquement, pour avoisiner en moyenne 96 cents É.-U. dans les dix derniers jours, soit un niveau nettement supérieur à celui de 87 cents É.-U. qui avait été postulé dans la livraison de juillet du *Rapport* **(Graphique 19)**. Si le renchérissement des produits de base a joué un rôle non négligeable, les mouvements du dollar canadien pendant la période semblent avoir été de plus en plus

Graphique 19 : Le dollar canadien s'est fortement apprécié depuis la parution du *Rapport* de juillet
Données quotidiennes

Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada

tributaires d'une dépréciation généralisée du dollar américain par rapport à la plupart des grandes monnaies.

Les mesures d'intervention

La politique monétaire au Canada est demeurée exceptionnellement expansionniste. Le 10 septembre et le 20 octobre, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 1/4 % — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et réitéré son engagement, sous réserve des perspectives concernant l'inflation, à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 96 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

L'économie devrait se contracter de 2,4 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011.

Dans l'ensemble, les perspectives de croissance du PIB canadien sont semblables à celles exposées dans le *Rapport* de juillet **(Tableau 3)**. Pour la seconde moitié de 2009, la Banque projette maintenant un taux d'expansion légèrement supérieur à ce qui était prévu en juillet **(Graphique 20)**. Ce portrait à court terme plus favorable tient en partie à des facteurs temporaires, tels que la relance de la production automobile et le déblocage de la demande refoulée de logements. En moyenne annuelle, l'économie devrait se

contracter de 2,4 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011, ce qui est légèrement inférieur à ce que l'on escomptait en juillet[2].

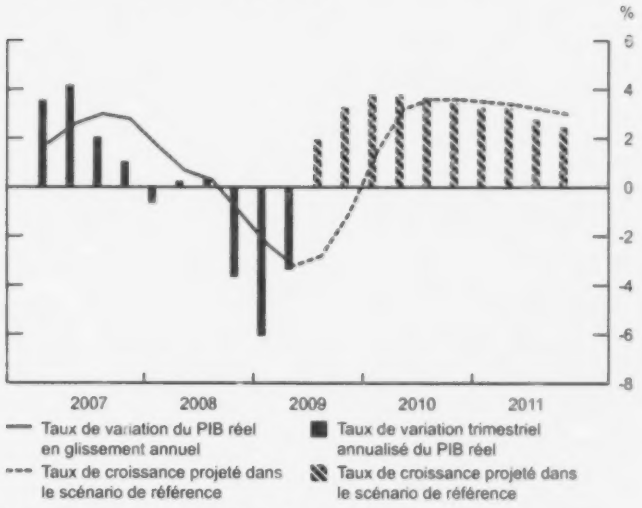
Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage[a]

	2008	2009	2010	2011
Consommation	1,7 *(1,7)*	0,0 *(-0,2)*	1,7 *(1,3)*	1,9 *(1,4)*
Logement	-0,2 *(-0,2)*	-0,5 *(-0,6)*	0,3 *(0,1)*	0,1 *(0,2)*
Administrations publiques	1,2 *(1,1)*	1,0 *(1,0)*	1,3 *(1,3)*	0,3 *(-0,4)*
Investissements fixes des entreprises	0,0 *(0,0)*	-1,9 *(-1,6)*	0,1 *(0,1)*	0,9 *(0,9)*
Total partiel : demande intérieure finale	2,7 *(2,6)*	-1,4 *(-1,4)*	3,4 *(2,8)*	2,6 *(2,1)*
Exportations	-1,5 *(-1,6)*	-4,4 *(-5,3)*	1,9 *(2,0)*	1,9 *(2,4)*
Importations	-0,3 *(-0,3)*	4,6 *(5,7)*	-2,9 *(-2,8)*	-2,0 *(-2,3)*
Total partiel : exportations nettes	-1,8 *(-1,9)*	0,2 *(0,4)*	-1,0 *(-0,8)*	-0,1 *(0,1)*
Stocks	-0,5 *(-0,3)*	-1,2 *(-1,3)*	0,6 *(1,0)*	0,8 *(1,3)*
PIB	**0,4** *(0,4)*	**-2,4** *(-2,3)*	**3,0** *(3,0)*	**3,3** *(3,5)*
À titre de rappel :				
Production potentielle	1,7 *(1,7)*	1,2 *(1,1)*	1,5 *(1,5)*	1,9 *(1,9)*
Revenu intérieur brut réel	2,0 *(2,0)*	-5,6 *(-5,9)*	4,4 *(3,9)*	4,0 *(4,4)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.

Graphique 20 : La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

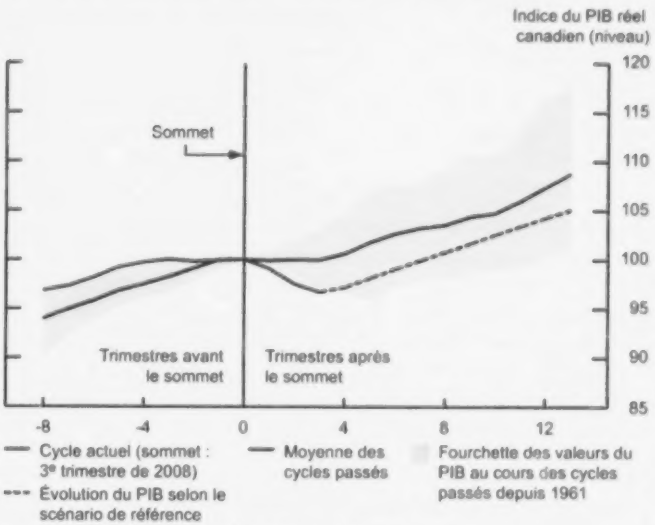
La reprise de l'économie canadienne devrait être soutenue par un certain nombre de facteurs intérieurs, notamment la forte détente monétaire et budgétaire en place, la récente augmentation de la richesse des ménages et

2 Le taux de croissance annuel projeté pour 2009 est un peu plus faible que celui prévu en juillet en raison des révisions à la baisse des chiffres du PIB réel pour le premier trimestre, qui sont venues plus que contrebalancer l'expansion légèrement plus vigoureuse attendue dans la seconde moitié de l'année.

l'efficacité du système financier canadien. Elle dépend aussi de la relance de la croissance économique mondiale et du raffermissement connexe des cours des produits de base, qui soutiendront la demande intérieure et les exportations. Cependant, la valeur élevée du dollar canadien exercera un effet modérateur sur la demande de produits canadiens. Dans l'ensemble, la reprise au pays devrait être un peu plus modeste que celle observée en moyenne lors des cycles précédents **(Graphique 21)**.

Graphique 21 : La reprise au Canada devrait être plus modérée qu'au cours des cycles antérieurs

Évolution comparative du niveau du PBI réel canadien au cours du cycle actuel et des cycles passés; base 100 de l'indice : sommet du cycle, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

On s'attend à ce que les dépenses de consommation progressent à un rythme vigoureux tout au long de la période de projection. À court terme, l'accroissement de la richesse et le regain de confiance des consommateurs, de même que la résurgence de la demande reportée des trimestres précédents, devraient contribuer à alimenter les dépenses. À mesure que ces effets s'atténueront, la hausse des dépenses de consommation devrait être soutenue par le redressement de la croissance du revenu du travail. On projette que les investissements dans le logement connaîtront une vive expansion jusqu'au début de 2010, pour ensuite se ralentir alors que l'influence de facteurs temporaires — comme la demande refoulée et le crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire — se dissipera et que l'accessibilité ira en diminuant. Compte tenu que la récession a été brève et grave et qu'il subsiste une incertitude économique, le taux d'épargne des particuliers devrait rester élevé au cours de la période de projection.

Les investissements fixes des entreprises devraient s'inscrire à nouveau en hausse au début de 2010, après cinq trimestres de contraction. Comme dans les cycles passés, la croissance des investissements des firmes devrait accuser un certain retard par rapport à la reprise, en raison de la marge élevée de capacités excédentaires, pour ensuite rebondir fortement une fois la reprise bien amorcée. L'amélioration graduelle des conditions financières et de l'activité économique ainsi que le renchérissement des produits de base devraient aider à stimuler les dépenses des entreprises. À la lumière d'informations récentes, on prévoit que les firmes réduiront leurs stocks plus lentement qu'on ne l'escomptait en juillet.

Ainsi qu'on l'expliquait dans le *Rapport* de juillet, les exportateurs canadiens devraient bénéficier de manière disproportionnée de la reprise chez nos voisins du sud en 2010 et 2011, la projection de croissance de l'activité aux États-Unis mesurée par l'indice conçu à cet effet par la Banque étant considérablement supérieure à la progression attendue du PIB réel américain durant cette période[3]. La valeur accrue du dollar canadien limitera cependant la hausse des exportations. Le volume des importations devrait remonter à une bonne cadence, sous l'impulsion de la reprise de l'économie nationale, du rebond des exportations et de l'appréciation passée du dollar canadien.

À mesure que les niveaux d'activité se redresseront au pays, l'offre excédentaire se résorbera, et l'économie devrait atteindre son plein potentiel au troisième trimestre de 2011.

La projection en matière d'inflation

On s'attend à ce que les pressions inflationnistes au Canada soient légèrement plus modérées qu'il n'était envisagé dans le Rapport *de juillet.*

On s'attend à ce que les pressions inflationnistes au Canada soient légèrement plus modérées qu'il n'était envisagé dans le *Rapport* de juillet, et que l'inflation retourne à la cible de la Banque un trimestre plus tard que projeté en juillet.

On prévoit un recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence, celle-ci touchant un creux de 1,4 % au quatrième trimestre de 2009, en raison de l'offre excédentaire substantielle qui est apparue au sein de l'économie, conjuguée à la décélération notable de la croissance des prix des aliments compris dans l'indice de référence **(Tableau 4)**. Comme l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement et que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011 **(Graphique 22)**.

Tableau 4 : Résumé des projections selon le scénario de référence[a]

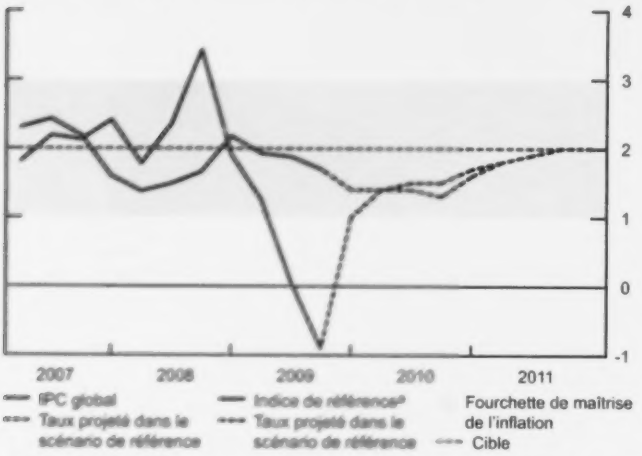
	2008	2009				2010				2011			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	-3,7 *(-3,7)*	-6,1 *(-5,4)*	-3,4 *(-3,5)*	2,0 *(1,3)*	3,3 *(3,0)*	3,8 *(4,0)*	3,8 *(4,0)*	3,7 *(3,8)*	3,5 *(3,8)*	3,3 *(3,8)*	3,3 *(3,3)*	2,8 *(2,8)*	2,5 *(2,8)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0 *(-1,0)*	-2,3 *(-2,1)*	-3,2 *(-3,1)*	-2,8 *(-2,9)*	-1,1 *(-1,2)*	1,4 *(1,2)*	3,2 *(3,1)*	3,6 *(3,7)*	3,6 *(3,9)*	3,5 *(3,8)*	3,4 *(3,7)*	3,2 *(3,4)*	3,0 *(3,2)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 *(2,2)*	2,0 *(2,0)*	1,9 *(1,9)*	1,7 *(1,6)*	1,4 *(1,4)*	1,4 *(1,4)*	1,5 *(1,6)*	1,5 *(1,6)*	1,7 *(1,7)*	1,8 *(1,9)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 *(2,0)*	1,2 *(1,2)*	0,1 *(0,1)*	-0,9 *(-0,7)*	1,0 *(1,2)*	1,4 *(1,4)*	1,4 *(1,4)*	1,3 *(1,3)*	1,6 *(1,7)*	1,8 *(1,8)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
WTP (niveau)	58 *(58)*	43 *(43)*	60 *(60)*	68 *(62)*	73 *(64)*	75 *(67)*	76 *(68)*	77 *(69)*	78 *(70)*	79 *(71)*	80 *(72)*	80 *(73)*	81 *(74)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 octobre 2009.

3 Voir la Note technique 2 du *Rapport* de juillet pour de plus amples précisions sur l'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada.

Graphique 22 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence devraient remonter à 2 % au troisième trimestre de 2011

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Comme il a été mentionné précédemment, le taux de variation de l'IPC global a diminué beaucoup plus rapidement que celui de l'indice de référence, pour s'établir à -0,9 % au troisième trimestre de 2009, sous l'effet de la forte baisse en glissement annuel des cours de l'énergie. Les effets de la montée temporaire des prix de l'essence ne se reflétant plus dans les données, on s'attend à ce qu'il s'agisse là d'un creux pour l'inflation mesurée par l'IPC global, qui devrait grimper rapidement à 1,0 % au quatrième trimestre. Suivant l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait également revenir à la cible de 2 % de la Banque au troisième trimestre de 2011[4].

Tant l'inflation mesurée par l'indice de référence que celle mesurée par l'IPC global devraient revenir à la cible de 2 % de la Banque au troisième trimestre de 2011.

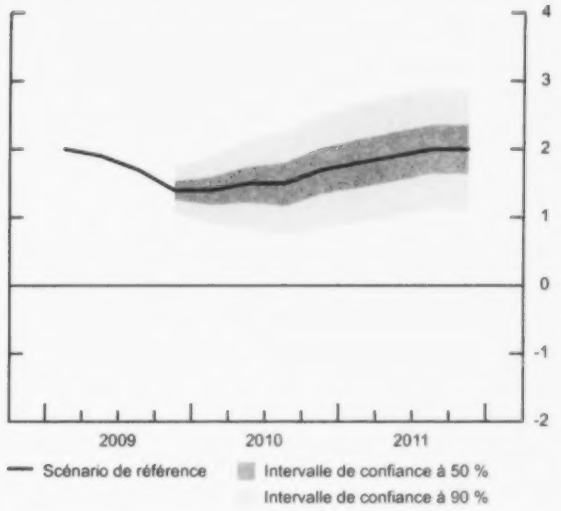
L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 23** et **24** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2009 à la fin de l'année 2011[5]. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

4 Cette projection ne tient pas compte de l'incidence de la taxe de vente harmonisée qui entrera en vigueur en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010.

5 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

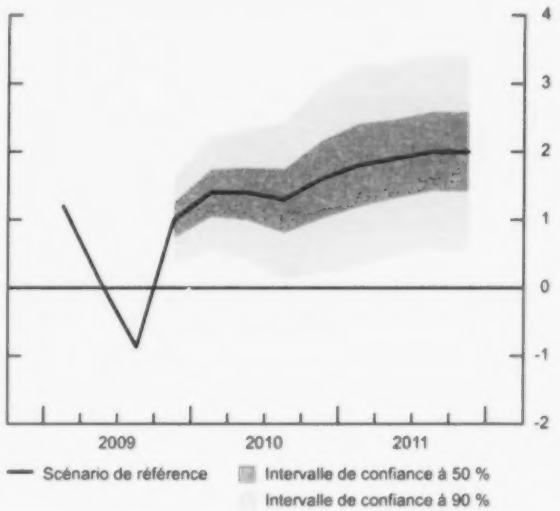
Graphique 23 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

Taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel



Graphique 24 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation de l'IPC global en glissement annuel



Les risques entourant les perspectives

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, bien qu'ils aient diminué quelque peu depuis la publication du *Rapport* de juillet, les signes d'une reprise économique s'accumulant à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. On s'attend à ce que la reprise soit plus modérée que de coutume, puisque les processus complexes de réduction du levier d'endettement et d'ajustement réel restent à terminer dans la foulée de la crise financière. Il se peut, toutefois, que la reprise mondiale soit plus vigoureuse que prévu, compte tenu de l'ampleur exceptionnelle des mesures de relance monétaire et budgétaire mises en place dans la plupart des pays avancés et du fait que, par le passé, les phases de ralentissement plus prononcées ont eu tendance à s'accompagner d'une reprise plus robuste. Une reprise mondiale plus forte se propagerait à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers, de la confiance et des prix des produits de base. Il y a en outre le risque que la demande intérieure au Canada soit plus robuste et affiche un dynamisme plus soutenu que projeté. En particulier, les ménages canadiens pourraient accroître leurs dépenses de consommation et leurs investissements dans le secteur du logement plus fortement qu'on ne l'envisage, à mesure que la reprise se confirme. Tant au pays qu'à l'étranger, les effets de richesse issus de l'amélioration continue des conditions financières pourraient venir stimuler encore davantage la reprise.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé. Jusqu'ici, la reprise a été tributaire des mesures de relance monétaire et budgétaire énergiques adoptées par l'ensemble des pays du G20. La croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, pourrait prendre plus de temps que prévu à se matérialiser.

Bien que la Banque juge que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection sont relativement équilibrés, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble, étant donné que le taux directeur s'établit à sa valeur

plancher. Cette prépondérance s'explique par le fait que la Banque pourrait procéder à un resserrement monétaire traditionnel dans le cas où les risques à la hausse se concrétiseraient. À l'inverse, si les risques à la baisse se réalisaient, la Banque devrait mettre en œuvre des politiques non traditionnelles, pour lesquelles une prudence accrue s'imposerait.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Les déséquilibres des balances courantes se sont atténués au cours de la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis qu'en Chine, les mesures de relance ont stimulé la demande intérieure. Toutefois, en l'absence de politiques visant à créer un déplacement durable de la demande mondiale, ces déséquilibres sont susceptibles de s'accentuer à nouveau sous l'effet de la reprise, ce qui comporte le risque d'une correction désordonnée.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca.

Rapport sur la politique monétaire. *Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.*

Revue du système financier. *Paraît en juin et en décembre.*

Revue de la Banque du Canada. *Paraît chaque trimestre.*
(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises*. *Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.*

Enquête auprès des responsables du crédit*. *Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.*

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*.
Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. *Paraît tous les vendredis.*

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation – Note d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique
James Powell
Offert au prix de 8 $ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

Catalogue des publications de la Banque du Canada, 2008
Recueil de résumés succincts des articles et études publiés en 2008. Comprend aussi une liste des travaux publiés par les économistes de la Banque dans des revues externes et dans des actes de colloques tenus à l'extérieur.

Actes de colloques
On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 $ CAN l'exemplaire, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. On peut obtenir gratuitement un exemplaire de ces publications. Les rapports techniques publiés à partir de 1994 et les documents de travail parus depuis 1994 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque.
Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux. Les documents d'analyse parus depuis 2007 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Sommaire

Octobre 2009

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 20 octobre 2009.

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée. L'évolution économique et financière mondiale a été un peu plus favorable qu'on ne l'entrevoyait dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, quoique des vulnérabilités importantes subsistent.

Le Canada a lui aussi renoué avec la croissance économique. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. Toutefois, la volatilité accrue et la vigueur persistante du dollar canadien ont pour effet de ralentir la croissance et de contenir les pressions inflationnistes. La Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.

À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à présent à ce que, par rapport à ce qui était escompté en juillet, la composition de la demande globale continue à se modifier, la demande intérieure finale gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Elle prévoit qu'au second semestre de 2009, le taux de croissance sera un peu plus élevé qu'anticipé précédemment mais que, durant le reste de la période de projection, il sera légèrement inférieur en moyenne. L'économie canadienne devrait progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011, après s'être contractée de 2,4 % cette année. C'est donc dire que la reprise au Canada

Faits saillants

- Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, quoique des vulnérabilités importantes subsistent.
- Le Canada a lui aussi renoué avec la croissance économique, bien que la Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar canadien viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.
- L'économie canadienne devrait s'être contractée de 2,4 % cette année, pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011.
- L'inflation devrait regagner la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'escompté en juillet.
- La Banque a maintenu son taux directeur à 1/4 % et réitéré son engagement conditionnel à le conserver à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.
- Du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, la Banque juge que les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.

www.banqueducanada.ca

devrait être un peu plus modeste que celle observée en moyenne lors des cycles précédents.

La Banque entrevoit maintenant que l'écart de production se sera résorbé au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'elle ne l'estimait en juillet. De même, elle s'attend à ce que l'inflation regagne la cible de 2 % au cours de la même période, soit également un trimestre plus tard qu'elle ne l'escomptait en juillet.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, bien qu'ils aient diminué quelque peu depuis la publication du *Rapport* de juillet, les signes d'une reprise économique s'accumulant à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté.

Une reprise mondiale plus forte se propagerait à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers, de la confiance et des prix des produits de base. Il y a en outre le risque que la demande intérieure au Canada soit plus robuste et affiche un dynamisme plus soutenu que projeté.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé si la croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, prend plus de temps que prévu à se matérialiser.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2008	2009	2010	2011
États-Unis	21	0,4 *(1,1)*	2,5 *(-2,4)*	1,8 *(1,4)*	3,8 *(3,4)*
Zone euro	16	0,5 *(0,6)*	-3,9 *(-4,4)*	0,9 *(0,7)*	2,4 *(2,4)*
Japon	7	-0,7 *(-0,7)*	-5,7 *(-6,0)*	1,7 *(1,9)*	2,5 *(2,8)*
Chine	11	9,1 *(9,1)*	8,1 *(7,8)*	8,9 *(8,3)*	8,9 *(9,6)*
Autres pays	45	3,9 *(3,9)*	-2,1 *(-2,1)*	3,3 *(1,9)*	3,7 *(3,5)*
Ensemble du monde	**100**	**2,9 *(3,0)***	**-1,6 *(-1,7)***	**3,1 *(2,3)***	**4,0 *(3,9)***

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : Banque du Canada

Résumé des projections selon le scénario de référence[a]

	2008	2009				2010				2011			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	-3,7 *(-3,7)*	-6,1 *(-5,4)*	-3,4 *(-3,5)*	2,0 *(1,3)*	3,3 *(3,0)*	3,8 *(4,0)*	3,8 *(4,0)*	3,7 *(3,8)*	3,5 *(3,8)*	3,3 *(3,8)*	3,3 *(3,3)*	2,8 *(2,8)*	2,5 *(2,8)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0 *(-1,0)*	-2,3 *(-2,1)*	-3,2 *(-3,1)*	-2,8 *(-2,9)*	-1,1 *(-1,2)*	1,4 *(1,2)*	3,2 *(3,1)*	3,6 *(3,7)*	3,6 *(3,9)*	3,5 *(3,8)*	3,4 *(3,7)*	3,2 *(3,4)*	3,0 *(3,2)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 *(2,2)*	2,0 *(2,0)*	1,9 *(1,9)*	1,7 *(1,6)*	1,4 *(1,4)*	1,4 *(1,4)*	1,5 *(1,6)*	1,5 *(1,6)*	1,7 *(1,7)*	1,8 *(1,9)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 *(2,0)*	1,2 *(1,2)*	0,1 *(0,1)*	-0,9 *(-0,7)*	1,0 *(1,2)*	1,4 *(1,4)*	1,4 *(1,4)*	1,3 *(1,3)*	1,6 *(1,7)*	1,8 *(1,8)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
WTP (niveau)	58 *(58)*	43 *(43)*	60 *(60)*	68 *(62)*	73 *(64)*	75 *(67)*	76 *(68)*	77 *(69)*	78 *(70)*	79 *(71)*	80 *(72)*	80 *(73)*	81 *(74)*

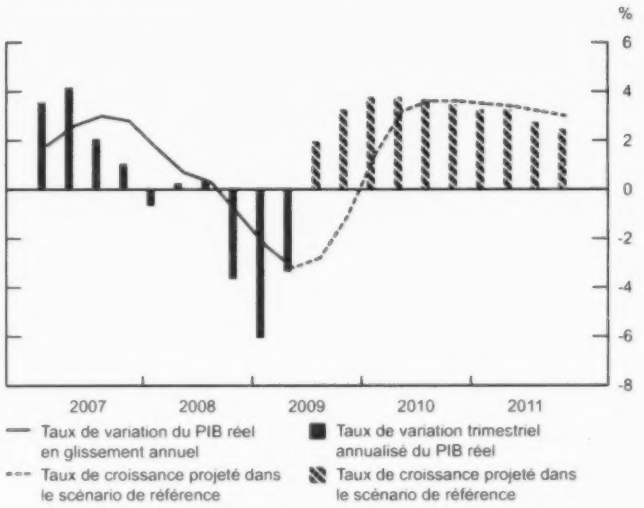
a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 octobre 2009.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 10 septembre et le 20 octobre, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport* d'avril.

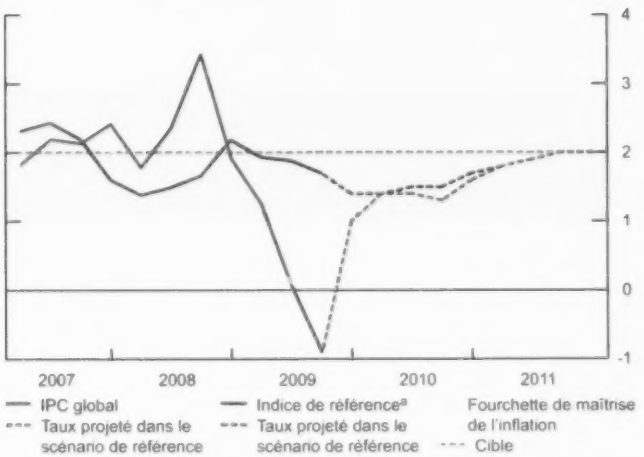
La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence devraient remonter à 2 % au troisième trimestre de 2011

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca.

Rapport sur la politique monétaire. *Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.*

Revue du système financier. *Paraît en juin et en décembre.*

Revue de la Banque du Canada. *Paraît chaque trimestre.*
(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises*. *Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.*

Enquête auprès des responsables du crédit*. *Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.*

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*. *Paraît chaque mois.*

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. *Paraît tous les vendredis.*

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation – Note d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique
James Powell
Offert au prix de 8 $ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

Catalogue des publications de la Banque du Canada, 2008
Recueil de résumés succincts des articles et études publiés en 2008. Comprend aussi une liste des travaux publiés par les économistes de la Banque dans des revues externes et dans des actes de colloques tenus à l'extérieur.

Actes de colloques
On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 $ CAN l'exemplaire, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. On peut obtenir gratuitement un exemplaire de ces publications. Les rapports techniques publiés à partir de 1994 et les documents de travail parus depuis 1994 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque.
Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux. Les documents d'analyse parus depuis 2007 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca